

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO**

**ESCOLA DE QUÍMICA**

**RONALDO COLETTI DA SILVA**

***Estudo Exploratório das Principais Metodologias de Avaliação,  
Vantagens, Desvantagens e Importância de Mensuração de  
Empresas e Marcas.***

**RIO DE JANEIRO  
SETEMBRO / 2008**

Ronaldo Coletto da Silva

**Estudo Exploratório das Principais Metodologias de Avaliação,  
Vantagens, Desvantagens e Importância de Mensuração de  
Empresas e Marcas.**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Processos Químicos e Bioquímicos, Escola de Química, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Ciências.

Orientadora:

Adelaide Maria de Sousa Antunes

Co-Orientadora:

Elaine Gomes Assis

Rio de Janeiro  
2008

## **FOLHA DE APROVAÇÃO**

Ronaldo Coletto da Silva

### **Estudo Exploratório das Principais Metodologias de Avaliação, Vantagens, Desvantagens e Importância de Mensuração de Empresas e Marcas.**

Rio de Janeiro, 08 de setembro de 2008.

---

Adelaide Maria de Souza Antunes, D.Sc

---

Elaine Gomes Assis, D.Sc

---

Nei Pereira Junior, PhD

---

Paulo Luiz de Andrade Coutinho, D.Sc

---

Hugo Túlio Rodrigues, D.Sc

Dedicatória:

À minha esposa Maria José Floresta (Zezé), pelo amor, a lealdade, os bons princípios e a sua luta diária por uma vida melhor para nossa família. Aos meus filhos, Arthur e Deborah, uma das razões mais importantes da minha vida.

**FICHA CATALOGRÁFICA**

T18

S 586 e Silva, Ronaldo Coletto.

Estudo Exploratório das Principais Metodologias de Avaliação, Vantagens, Desvantagens e Importância de Mensuração de Empresas e Marcas. – Rio de Janeiro/2008.

xiv, 117 f.: il.

Dissertação (Mestrado em Tecnologia de Processos Químicos e Bioquímicos) – Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, Escola de Química, 2008.

Orientadoras: Adelaide Maria de Sousa Antunes e Elaine Gomes Assis

1. Marcas – Gestão Tecnológica. 2. Inovação – Teses. I. Antunes, Adelaide Maria de Sousa. Assis, Elaine Gomes (Orient.). II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Escola de Química. III. Título.

## Agradecimentos

**A Deus, pela saúde, determinação, perseverança, sabedoria, paz e alegria em minha vida e cuja presença tem sido constante.**

**À Professora Dra. Adelaide Maria de Sousa Antunes, pela maneira paciente e dedicada com que orientou este trabalho, a qual foi fundamental para a realização do mesmo, dividindo o seu conhecimento com muita sabedoria e paciência.**

**Ao Professor Phd. Nei Pereira Junior, pelo respeito, pelo exemplo de determinação a ser seguido, a minha admiração.**

**À Professora Dra. Elaine Gomes Assis, pela atenção, acompanhamento e paciência durante os processos de co-orientação.**

**Às Professoras Dras. Jane de Fátima Silva Rodrigues e Alcina Xavier, pelo incentivo.**

**“À professora Denise Luiza Custódio, pela sua dedicação na revisão do inglês e termos técnicos.**

**À Professora Mestre e Doutoranda Neila Soares de Faria, pelo empenho e dedicação no trabalho de revisão de português.**

**Aos meus alunos, que colaboraram e trocaram impressões durante este trabalho, permitindo que esta experiência fosse rica e agradável.**

**Às empresas do ramo de alimentação, construção civil e indústria, que confiaram em nosso trabalho, nos proporcionando, mediante informações disponibilizadas, a oportunidade de desenvolver e aplicar na prática o estudo teórico realizado, sendo de muita valia o conhecimento agregado.**

**A minha família, que sempre me apoiou em todos os projetos pessoais e profissionais.**

**Aos amigos, que tanto apoiaram e estão sempre presentes.**

## RESUMO

SILVA, Ronaldo Coletto. **Estudo Exploratório das Principais Metodologias de Avaliação, Vantagens, Desvantagens e Importância da Mensuração de Empresas e Marcas.** Orientadoras: Adelaide Maria de Sousa Antunes e Elaine Gomes Assis: Rio de Janeiro: UFRJ / Escola de Química, 2008. Dissertação (Mestrado em Processos Químicos e Bioquímicos).

Esta dissertação discute o conceito de marcas, como pode ser percebida, a fidelidade em relação à marca, à importância do seu registro em órgãos competentes e associações para criação de valor futuro, deste ativo complementar, na construção da estratégia de desempenho econômico maximizado para o acionista. Ela descreve as principais metodologias de mensuração, os aspectos econômicos, financeiros, contábeis e jurídicos, bem como a importância da mensuração.

O estudo aborda também o conceito de Ativo Intangível, Ativo Complementar e Fundo de Comércio. Por fim, o trabalho sugere uma reflexão quanto aos aspectos subjetivos utilizados para avaliação de uma marca, apresenta um modelo didático de avaliação, baseado na literatura, e propõe uma aplicação prática deste modelo numa planilha didática de mensuração do valor da marca, tendo como estudo de caso uma corporação brasileira do setor petróleo/petroquímico, de economia mista, a PETROBRAS, como contribuição.

## ABSTRACT

SILVA, Ronaldo Coletto. **Estudo Exploratório das Principais Metodologias de Avaliação, Vantagens, Desvantagens e Importância da Mensuração de Empresas e Marcas.** Orientadoras: Adelaide Maria de Sousa Antunes e Elaine Gomes Assis: Rio de Janeiro: UFRJ / Escola de Química, 2008. Dissertação (Mestrado em Processos Químicos e Bioquímicos).

This work, discusses the concept of brands, and how the brand can be realized, the loyalty to it and the importance of its registration in the organs and associations, in order to create a future value, of these complementary assets, in the construction of the strategy of economical performance maximized for the shareholder. It describes the main methodologies of mensuration, the economical, financial, accounting, and legal aspects, and the importance of mensuration as well.

The study also discusses the concept of intangible assets, complementary assets, and the assets of commerce fund. Finally the work suggests a reflection for the subjective aspects used for evaluation of the brand and presents a didactic model of evaluation. Based on the literature, it proposes a practical application of this spreadsheet of mensuration and the brand value, taking as an example, the case study of a Brazilian corporation of mixed economy – PETROBRÁS, as contribution.



## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	15
1.1	Justificativa do Tema.....	16
1.2	Objetivos.....	17
1.2.1	Gerais.....	17
1.2.2	Específicos.....	18
1.3	Metodologia.....	18
1.3.1	Estrutura Geral.....	19
1.3.1.1	Processo de Revisão da Literatura.....	21
1.3.1.2	Sujeito e Obtenção dos Dados.....	22
1.4	Limites do Trabalho.....	22
1.5	Organização do Estudo.....	23
2	CONCEITOS E CONSIDERAÇÕES GERAIS SOBRE A CARACTERIZAÇÃO DA MARCA.....	24
2.1	A Origem da Marca.....	24
2.2	Definições e Dados Históricos sobre Marcas no Brasil.....	25
2.3	Conceito Genérico.....	27
2.4	Marcas Registradas – Aspectos Econômicos.....	29
2.5	Metodologia de Avaliação da Marca.....	31
2.6	Conceito Comercial de Avaliação da Marca.....	31
2.7	Aspectos Econômicos.....	32
2.8	Conceito de Aplicação da Taxa de <i>Royalty</i> na Avaliação da Marca.....	35
2.9	Razões para Avaliação do Valor da Marca.....	36
2.10	O Emprego do VBM – <i>Value Based Management</i> (Administração Baseada em Valor).....	38
2.11	Marca e o seu Valor Econômico para as Empresas.....	40
2.12	Normatização Contábil.....	41
2.12.1	Conselho Federal de Contabilidade.....	41
2.12.2	Princípio da Oportunidade.....	42
2.12.3	Lei 11.638/07 – Nova Lei das Sociedades por Ações.....	43
2.13	Organismos Reguladores.....	44
2.14	Situação Brasileira Frente às Marcas e Patentes.....	47
3	METODOLOGIA PARA MENSURAÇÃO DO VALOR DA MARCA.....	53
3.1	Introdução às Metodologias de Avaliação do Valor da Marca.....	53
3.2	Conceitos de Valor e Preço.....	54
3.3	Particularidades sobre Avaliação de Empresas.....	56
3.4	Métodos de Avaliação Empresas.....	57
3.4.1	Avaliação Patrimonial Contábil.....	58
3.4.2	Avaliação Patrimonial de Mercado.....	58
3.4.3	Avaliação com Base no Valor das Ações em Bolsas de Valores.....	61
3.4.4	Método de Avaliação com Base no Fluxo de Caixa Descontado.....	62
3.4.5	Fluxo de Caixa Livre Operacional ( <i>Free Operating Cash Flow</i> ).....	62

## SUMÁRIO

3.4.5.1	Cálculo do Valor da Marca pelo Fluxo de Caixa Livre.....	64
3.4.5.2	Horizonte de Projeção e Valor da Perpetuidade.....	65
3.4.5.3	Taxa de Desconto, Conceito e Cálculo de Custo de Capital....	66
3.4.6	Avaliação Judicial de Sociedades – Apuração de Haveres e o Goodwill.	70
3.4.6.1	Conceito de Fundo de Comércio (Goodwill) e Valor da Empresa.....	73
3.4.7	Método de Avaliação Simplificado.....	77
3.4.8	Método de Avaliação com Base nos Lucros Passados e Futuros.....	78
3.4.9	<i>Brand Asset Valuator</i> .....	79
3.4.10	<i>EquiTrend</i> .....	79
3.4.11	<i>TopBrand</i> .....	80
3.4.12	<i>BrandAnalytics</i> .....	80
4	APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS NA MENSURAÇÃO DO VALOR DA MARCA PARA A EMPRESA OBJETO DO ESTUDO DE CASO.....	82
4.1	Estudo de Caso – Valor da Marca Petrobras – Breve Panorama da Empresa.....	82
4.1.1	Setores de Atuação da Petrobras.....	83
4.1.2	Produtos.....	85
4.1.3	Parâmetros para Comercialização.....	86
4.1.4	Empresas do Grupo.....	86
4.2	Marca Petrobras.....	88
4.3	Descrição do Modelo Proposto (Planilha de Cálculo), Metodologia de Apuração do Valor da Marca Petrobras e Apresentação de Resultados.....	93
5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES.....	104
	REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO	
	ANEXO 1	
	APENDICE 1	

**LISTA DE FIGURAS**

Figura 1.	Ativos Intangíveis das Empresas.....	30
Figura 2.	Como a Equidade da Marca Gera Valor.....	34
Figura 3.	Modelo do Planejamento da Identidade da Marca.....	39
Figura 4.	Sistemas de Financiamentos do Investimento em Geral.....	48
Figura 5.	Determinantes do Retorno sobre o Patrimônio Líquido.....	60
Figura 6.	Modelo Fluxo de Caixa Empresa não Alavancada.....	62
Figura 7.	Modelo Fluxo de Caixa Empresa Alavancada.....	62
Figura 8.	Fatores Determinantes do Beta.....	69
Figura 9.	Estratégia Corporativa da Petrobras.....	92
Figura 10.	Visão Gráfica da Área de Alimentação dos Dados Históricos.....	93
Figura 11.	Visão Gráfica da área de Alimentação dos Dados Relativos ao Período Explícito.....	97
Figura 12.	Visão Gráfica da Análise Final.....	98
Figura 13.	Visão Gráfica do Cálculo Custo de Capital de Terceiros.....	98
Figura 14.	Visão Gráfica do Cálculo Custo de Capital Próprio.....	99
Figura 15.	Visão Gráfica do Cálculo da Taxa de Desconto (WACC).....	99
Figura 16.	Visão Gráfica do Cálculo do Valor da Marca.....	99

**LISTA DE QUADROS**

Quadro 1	Associação da Metodologia com o Estudo de Caso.....	20
Quadro 2	Objetivos que Conduzem à Realização de uma Pesquisa Qualitativa.....	21
Quadro 3	Classificação das Marcas.....	28
Quadro 4	Classificação das Marcas em Relação ao Mercado.....	30
Quadro 5	Princípios Ativos das Empresas que Geram Receita.....	42
Quadro 6	Modelo Descritivo da Capacidade Tecnológica em Empresas de Economias Emergentes.....	50
Quadro 7	Linhas de Financiamento Apoio a Inovação do BNDES.....	51
Quadro 8	Vantagens e Desvantagens do Método de Valor Contábil Contra Valor de Mercado.....	59
Quadro 9	Classificação do Risco.....	67
Quadro 10	Definições Históricas de Goodwill.....	74
Quadro 11	Conceitos Internacionais do Fundo de Comércio.....	75
Quadro 12	Evolução da Marca Petrobras.....	88
Quadro 13	Assinatura da Marca Petrobras no Mercado.....	89
Quadro 14	Estrutura da Governança Corporativa da Petrobras.....	91

**LISTA DE TABELAS e GRÁFICOS**

Tabela 1.	Características do Mercado Financeiro no Prêmio de Risco.....	63
Tabela 2.	Classificação do Beta por Setor.....	65
Tabela 3.	Premissas Financeiras para o Cálculo do Valor da Marca por Ação.....	101
Gráfico 1.	Valor Unitário da Marca por Modelo de Avaliação.....	102

## LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E SÍMBOLOS

C&T&I	Ciência, Tecnologia e Inovação.....	15
IBRACON	Instituto dos Auditores Independentes do Brasil.....	22
BOVESPA	Bolsa de Valores do Estado de São Paulo.....	22
CVM	Comissão de Valores Mobiliários.....	22
INPI	Instituto Nacional de Propriedade Industrial.....	22
VBM	<i>Value Based Management</i> (Valor Econômico da Marca).....	38
NPV	Valor Presente Descontado.....	40
FASB	Financial Accounting Standards Board.....	41
NIC	Normas Internacionais de Contabilidade.....	41
CFC	Conselho Federal de Contabilidade.....	41
EPO	<i>European Patent Organization</i> °.....	46
USPTO	<i>United States Patent and Trademark Office</i> .....	46
IAO	Indicador de Aproveitamento de Oportunidade.....	47
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento.....	49
ICT'S	Instituições de Ciência e Tecnologia.....	50
IRPJ	Imposto de Renda Pessoa Jurídica.....	50
CSLL	Contribuição Social Lucro Líquido.....	50
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.....	52
STJ	Supremo Tribunal de Justiça do Brasil.....	54
CC	Código Civil.....	54
FCL	Fluxo de Caixa Livre.....	62
WACC	Custo Médio Ponderado do Capital.....	65
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i> .....	68
CMPC	Custo Médio Ponderado de Capital.....	70
FCFE	Fluxo de Caixa para o Acionista.....	70
FCPP	Fluxo de Caixa para a Firma.....	70
STF	Supremo Tribunal Federal do Brasil.....	71
CNP	Conselho Nacional de Petróleo.....	82
OTC	<i>Offshore Technology Conference</i> .....	82
PIW	Petroleum Intelligence Weekly.....	83
DJSI	<i>Dow Jones</i> Mundial de Sustentabilidade.....	83
VM	Valor de Mercado.....	100
VP	Valor Contábil.....	100
BA	<i>Brand Analytcs</i> .....	100
FCD	Fluxo de Caixa Descontado.....	100
OP	Ações Preferenciais.....	100
ON	Ações Ordinárias.....	100

## 1. INTRODUÇÃO

O processo de transformação das sociedades empresariais, marcado pelo fenômeno da globalização é inegável e está trazendo profundas mudanças no mundo dos negócios, pois, onde prevalecia a propriedade de bens tangíveis, prevalece agora, a propriedade do conhecimento, e por ser um fenômeno da sociedade moderna, tipicamente industrial, assim denominada como "sociedade globalizada", é impulsionada pela explosão das informações e intensificada pela expansão das comunicações em nível mundial, motivada pela geração e obsolescência da inovação e necessidade da gestão tecnológica.

De um lado, a cultura pluralista e, de outro, a modificação do valor econômico e do poder do Estado, que passa a ter um papel preponderante não mais como simples sustentáculo do uso dos valores morais e patrióticos, mas unicamente voltado para o espírito de ser competitivo no mercado mundial se difundindo e internacionalizando-se com a desterritorialização do capital, como mola mestra da soberania, fortalecendo o "consumo" e priorizando a estetização da realidade.

A habilidade de desenvolver e alterar produtos freqüentemente com melhores versões é cada vez mais importante em um mundo em que o ciclo de vida dos produtos vem se reduzindo. O tempo de vida de um computador ou televisão pode ser medido em meses e mesmo produtos complexos como motores de carro são produzidos em dois ou três anos, ao invés de consumirem os cinco anos tradicionais Tidd, (1997).

A inteligência competitiva e a gestão do conhecimento estão entre os temas mais discutidos da atualidade. Neste cenário, pesquisadores, empresários, executivos, consultores e acadêmicos vêm sinalizando de forma sistemática e consistente que o conhecimento é a base para a competitividade e se constitui no principal ativo das organizações. Para Santos (2000), “ao término do século XX, a humanidade está evoluindo para a era do conhecimento, com algumas poucas empresas visionárias já pensando na próxima onda: a da era da biotecnologia.”

Em contrapartida, verifica-se que a implementação da C&T&I (ciência, tecnologia e inovação) está muito abaixo das expectativas, estando presente somente nas grandes organizações globais. Naturalmente estas competências essenciais podem contribuir para o desenvolvimento tecnológico do Brasil em setores de excelência como a Indústria Química.

Entretanto o crescimento deste desempenho depende de uma série de ações, dentre elas a mais recente, a Lei de Inovação, sua consolidação e integração entre escolas e empresas, investimentos federais em laboratórios de pesquisas, nas universidades e a promoção institucional do próprio patenteamento de fato podem contribuir para o desenvolvimento tecnológico permitindo que mais empresas no mercado da indústria química brasileira possam alcançar superioridade decorrente do poder da alta tecnologia, e do direito de propriedade adquirido por meio das patentes.

Um dos instrumentos principais de desenvolvimento de tecnologia é a proteção da propriedade intelectual por meio do registro de marcas, patentes e direitos autorais. Na sua forma moderna, podemos entender que a partir do século XIX adquire sua feição atual. Por meio desse instrumento, incentiva-se a inovação, permitindo ao autor, inventor ou pesquisador usufruir os benefícios de retorno financeiro sobre suas atividades.

Segundo Borten (2006), o efeito negativo é que se impede, por um certo período de tempo (entre 15 a 20 anos), que outros utilizem essa inovação, a não ser que obtenham licenciamento e paguem por isso. Portanto um sistema de patentes caracteriza-se, positivamente, por incentivar a inovação e, negativamente, por impedir o uso generalizado dessa inovação.

É do equilíbrio dessas duas tendências, que se consegue um sistema justo e adequado, que realmente incentive a inovação, permitindo um bom retorno financeiro ao inventor, mas ao mesmo tempo um grau adequado (que evidentemente não será o máximo) de difusão de novas tecnologias. No caso de países com fraco desempenho no registro de marcas e patentes, predominará o aspecto negativo.

## **1.1 Justificativa do Tema**

A inteligência competitiva e a gestão do conhecimento estão entre os temas mais discutidos da atualidade, representam a base para a competitividade no principal ativo das organizações. As aplicações da ciência, da tecnologia e da inovação estão presentes somente nas grandes organizações globais e são resultantes da evolução dos vários estágios de desenvolvimento empresarial, desde processos meramente focados em produção, para ambientes de fidelização de clientes, produtos e serviços de renome.



A marca é o chamariz da propriedade intelectual, portanto o empenho em avaliá-la economicamente. Mas, cada empresa ou segmento de atuação têm intangíveis peculiaridades, pois no caso de uma indústria tem-se um produto. Já em uma empresa de tecnologia, significa todo o capital intelectual produzido. Existe também o caso dos direitos autorais que são marcas registradas. A marca é um sinal com função individual e tem como objetivo identificar um produto ou serviço de forma a influenciar a mente dos consumidores a ponto de satisfazer as necessidades perceptíveis, diferenciando estes produtos e/ou serviços dos concorrentes. Sua avaliação por ser intangível, é mais valiosa do que o valor de um bem tangível, portanto, quanto maior o valor percebido de uma marca, para uma empresa, maior a sua importância como instrumento de gestão, mais competitivo será o produto ou serviço será no mercado. O valor da marca integra o balanço da empresa, contabilizado como um ativo, muito importante também em casos de fusão ou aquisição.

Determinados métodos de mensuração do valor da marca dependem da posição que a empresa possui no mercado, de sua estratégia corporativa, da natureza do produto ou serviço, o do registro da patente, de sua capacidade de inovar, da gestão tecnológica, além de informações relacionadas ao mercado, como por exemplo, o Risco Brasil, o valor da ação no mercado de capitais e sua relação com os investidores, exigindo do avaliador a busca constante pelo aprimoramento e o uso adequado da melhor metodologia de avaliação de marcas e patentes. É com base neste contexto e vivência adquirida pelo autor que se desenvolve esta dissertação.

## **1.2 Objetivos**

### **1.2.1 Gerais**

Apresentar os conceitos relacionados à origem da Marcas, e sua contextualização no entorno da globalização, descrevendo as principais metodologias existentes para a mensuração financeira e econômica, destacando a importância da avaliação destes ativos nas empresas que adotam boas práticas de governança corporativa, bem como estabelecer uma análise técnica, econômica e de tendências do uso da avaliação de marcas e patentes como fator de diferenciação e competitividade entre as empresas e sua relação com a indústria química, no contexto dos registros de marcas nos órgãos competentes. Por fim propor e aplicar uma planilha didática de mensuração do valor da marca, que contenha na forma e no conteúdo, a metodologia mais adequada segundo a literatura.

Para tanto, como objeto do estudo de caso e aplicação prática da planilha didática de mensuração do valor da marca, foi selecionado, no setor petroquímico, a PETROBRAS, por ser ao longo de várias décadas, a maior empresa química brasileira, desempenhando relevante papel na economia latino-americana, fornecendo matérias-primas e produtos para diversos setores produtivos.

### **1.2.2 Específicos**

Apresentar o conceito de marcas e patentes, ressaltando sua classificação, costumes, metodologia de avaliação, conceito comercial, legislação no Brasil e razões para a avaliação de marcas e patentes.

Demonstrar e exemplificar cada método de avaliação de marcas encontrado na literatura, bem como destacar as vantagens e desvantagens do uso de um método em relação ao outro, as principais características e sua combinação para construção de um modelo didático de mensuração.

Propor e aplicar este modelo por meio de uma planilha didática para mensuração do valor da marca, utilizando dentre as metodologias apresentadas a mais adequada, tendo como estudo de caso uma empresa do setor de petróleo/petroquímico brasileiro, a PETROBRAS.

Avaliar o resultado encontrado, comparando com outras metodologias, de forma a permitir uma análise das variáveis utilizadas pela metodologia de avaliação mais adequada com as variáveis utilizadas nos outros modelos de avaliação utilizados na comparação.

### **1.3 Metodologia**

Procurou-se na literatura elementos que pudessem caracterizar os procedimentos necessários para uma pesquisa, observando os seguintes aspectos: características, objetivos e classificação da pesquisa e, neste sentido, com base em diversos autores, levantou-se os aspectos mais importantes do assunto em discussão, para alcance dos objetivos conforme os itens descritos a seguir:

### 1.3.1 Estrutura Geral

O pesquisador optou pela pesquisa qualitativa fundamentada num estudo de caso de forma a proporcionar maior familiaridade com os conceitos atualmente empregados nas Grandes Empresas, e sua adaptação em modelos empresariais menores, para dar subsídios à construção de um modelo que consiste em uma planilha didática de mensuração do valor da marca. (Anexo II).

Neste sentido, o estudo de caso, segundo Yin (*apud* Nunes 2002, p. 7), “ é uma inquirição empírica que investiga um fenômeno contemporâneo dentro de um contexto da vida real, quando a fronteira entre o fenômeno e o contexto não é claramente evidente e onde múltiplas fontes de evidência são utilizadas”. Este mesmo autor ainda comenta que no método de estudo de caso é possível explicar ligações causais nas intervenções na vida real, descrever o seu contexto, fazer uma avaliação da intervenção realizada e explorar situações nas quais as intervenções avaliadas não possuam resultados claros e específicos.

Yin (*apud* Nunes 2002, p. 8) menciona também que o estudo de caso é uma estratégia aconselhável quando questões com “Como” e “Por quê” estão presentes e quando o investigador exerce pequeno controle sobre os eventos e requer um plano ou projeto de pesquisa que considere:

1. questões de estudo;
2. proposições, se houver alguma(s) unidade(s) de análise(s);
3. a conexão dos dados à proposição e aos critérios para interpretação dos dados,
4. a evidência com base em documentos, registros de arquivos, entrevistas, observação direta, observação do participante e artefatos físicos.

A metodologia do estudo de caso foi a que mais se adaptou ao trabalho, conforme demonstrado no Quadro 1, a seguir:

Quadro 1 – Associação da Metodologia com o Estudo de Caso

ETAPAS DO PROJETO	CORRELAÇÃO DAS ETAPAS
(1) questões de estudo	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Pelo fato de ter sido contratado para o desenvolvimento de um levantamento de necessidades de ordem organizacional na empresa utilizada como estudo para esta pesquisa;</li> </ul>
(2) proposições, se houver alguma unidade(s) de análise(s)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Pela oportunidade de utilizar o diagnóstico situacional da empresa escolhida, como uma referência para o desenvolvimento do projeto;</li> </ul>
(3) a conexão dos dados à proposição e aos critérios para interpretação dos dados	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Pela oportunidade de ter utilizado a Tabela de SWOT como ferramenta para levantamento das ameaças e oportunidades em todos os processos da empresa utilizada como estudo de caso;</li> </ul>
(4) a evidência, com base em documentos, registros de arquivos, entrevistas, observação direta, observação do participante e artefatos físicos	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Considerando que em todos os processos as entrevistas permitiram a coleta de dados, bem como a confirmação, na prática, da rotina operacional, sendo possível relatar o(s) ponto(s) de discrepância(s), auxiliando o pesquisador na busca da melhor alternativa ou da mais econômica para a melhoria daqueles processos.</li> </ul>

Fonte: Baseado em Nunes (2000, p. 8), com adaptações.

De acordo com Chizzotti (1991), na maioria dos casos as pesquisas exploratórias envolvem: a) entrevistas com pessoas que tiveram experiências práticas com o problema pesquisado; e, b) análise de exemplos que “estimulem a compreensão” do problema questionado, conduzindo à realização de uma pesquisa, conforme apresentado no Quadro 2:

Quadro 2 – Objetivos que Conduzem à Realização de uma Pesquisa

ETAPAS	CARACTERÍSTICAS DOS OBJETIVOS
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Redefinição de um problema</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ A pesquisa bibliográfica é indicada a fim de proporcionar melhor visão do problema ou torná-lo mais específico ou, ainda, para possibilitar a construção de hipóteses;</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Obtenção de informações mediante coleta de dados</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Elaboração de um instrumento adequado para coleta de dados;</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Obtenção de dados em resposta ao problema formulado</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Neste caso, o problema já está bem definido e a pesquisa bibliográfica foi escolhida como técnica para a obtenção dos dados necessários para fornecer a resposta requerida;</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Interpretação de resultados</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Mediante a consulta a trabalhos de natureza teórica e a comparação dos dados obtidos pelo pesquisador com aqueles fornecidos por outros estudos, os resultados da pesquisa assumem um caráter muito mais amplo e significativo;</li> </ul>

Fonte: Chizzotti (1991, p. 81- 84)

Chizzotti (1991) caracteriza a pesquisa qualitativa nos seguintes aspectos:

Quanto ao problema: é delimitado a partir de uma situação, e inicialmente representa um obstáculo, sendo definido no contexto da exploração.

Quanto ao pesquisador: caracteriza-se por uma conduta participante apoiada na convicção de que o conhecimento é uma obra coletiva.

Quanto aos pesquisados: todos os participantes da pesquisa elaboram e produzem práticas por meio do conhecimento, para intervir nas situações.

Quanto aos dados: não são coisas isoladas, mas fenômenos que se dão em contexto fluente de relações, emergindo significados para os participantes.

Quanto às técnicas: visam descobrir junto com os sujeitos o sentido dos fenômenos, ou os fenômenos latentes. (CHIZZOTTI, 1991, p. 81)

O pesquisador se apoiou basicamente na etapa: “*redefinição de um problema*” abordada por Chizzotti (1991), ilustrada no Quadro 2, tendo em vista o uso da pesquisa bibliográfica, para melhor entender o problema, tornando-o mais específico, a partir do qual foi possível a construção da Planilha Didática de Mensuração Do Valor da Marca, que está detalhadamente descrita na seção do estudo de caso. Portanto, a metodologia empregada consiste no estudo de caso, portanto uma pesquisa qualitativa, onde predominou a etapa de redefinição de um problema.

### **1.3.1.1 – Processo da Revisão da Literatura**

A primeira etapa da metodologia visa levantar informações e conhecimentos, de forma mais aprofundada, sobre o tema estudado e sustentar teórica e conceitualmente a pesquisa proposta.

Neste sentido, o pesquisador buscou autores conhecidos internacionalmente, autores brasileiros, artigos, publicações não somente científicas e acadêmicas, mas também revistas especializadas, livros, legislação federal e outros. Neste sentido Gil (2002) esclarece:

A pesquisa bibliográfica é desenvolvida com base em material já elaborado, constituído principalmente de livros e artigos científicos. Embora, em quase todos os estudos seja exigido algum tipo de trabalho dessa natureza, há pesquisas desenvolvidas exclusivamente a partir de fontes bibliográficas. (GIL, 2002, p. 44)

Foi realizada pesquisa bibliográfica em livros, revistas, artigos e bases de dados de associações ligadas ao segmento de mercado de capitais, indústria química, IBRACON, BOVESPA e CVM. Também foi efetuado levantamento junto ao INPI, por meio do site institucional.

Foram levantados trabalhos correlacionados com avaliação de marcas. Além do levantamento das obras correlacionadas, de especialistas, ainda foi realizada pesquisa em sites de órgãos e empresas especializadas em avaliações de marcas

### **1.3.1.2 – Sujeito e Obtenção dos Dados**

Como objeto de estudo de caso, foi selecionado uma empresa do setor petróleo/petroquímico brasileiro, a PETROBRAS, pela relevância da participação no mercado da indústria química brasileira. Os dados para elaboração do modelo proposto de avaliação de marca, foram obtidos a partir do site institucional da corporação e compreenderam basicamente as demonstrações financeiras dos últimos cinco anos acompanhadas dos pareceres dos auditores independentes para cada exercício contábil e das respectivas notas explicativas às demonstrações bem como informações estratégicas de mercado também disponíveis no site institucional, além de pesquisas na Bolsa de Valores para levantamento do valor das ações.

### **1.4 Limites do Estudo**

Como limite, destacamos que o estudo e avaliação da marca foram efetuados em apenas uma empresa, a PETROBRAS, o que não permitiu uma base de comparação com outras empresas do seguimento.

As informações históricas necessárias para a montagem da planilha de dados foram obtidas no site institucional da PETROBRAS, e estão sujeitas a restrições de acesso em função de regras do mercado e normas internas da própria companhia. Por fim as projeções para a série futura foram elaboradas obedecendo a princípios econômicos e financeiros extremamente conservadores em função de o pesquisador não ser funcionário da Companhia, de não ser acionista, bem como de não ter acesso a todas as informações estratégicas da mesma.

## **1.5 Organização do Estudo**

O presente trabalho está assim organizado da seguinte forma: O capítulo I contempla a introdução da dissertação, destacando os objetivos do estudo, a sua relevância e a estruturação dos capítulos seguintes.

O capítulo II apresenta a revisão bibliográfica do tema, compreendendo a definição de conceitos utilizados no estudo para a análise das principais metodologias de avaliação de marcas e sua importância para a indústria química, a situação brasileira frente ao registro de marcas e patentes, sua posição no cenário mundial, a importância conceitual da propriedade do conhecimento e também descreve os procedimentos para registro de propriedade industrial junto aos órgãos competentes em consonância com a legislação vigente no Brasil, tendo em vista a função social, econômica, jurídica e técnica do INPI.

O capítulo III apresenta as principais metodologias de avaliação de marcas segundo a visão de diversos autores, os aspectos econômicos, financeiros, patrimoniais e legais relacionados à avaliação de marcas.

O capítulo IV descreve o modelo proposto para a avaliação da marca PETROBRAS, as variáveis consideradas no modelo proposto, apresenta a empresa PETROBRAS, e por fim avalia o resultado encontrado, comparando com outros métodos estabelecendo os limites e os critérios de utilização das variáveis, para efeito de mensuração do valor da marca encontrado.

O capítulo V apresenta as conclusões do trabalho e sugere estudos de outros temas.

## REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

### Capítulo II

#### CONCEITOS E CONSIDERAÇÕES GERAIS SOBRE A CARACTERIZAÇÃO DA MARCA

##### 2.1 A origem da marca

No passado, o homem, para expressar o seu poder e o valor de sua propriedade, marcava as cabeças de gado com o objetivo essencial de identificar suas posses, distinguindo desta forma, suas rezes das demais. Naturalmente as melhores rezes estavam associadas à qualidade do gado, tornando seus criadores mais conhecidos nas trocas comerciais, daí a utilização da designação “marca” (*brand*), pela associação ao ato ou efeito de marcar.

As civilizações da Grécia e Roma antiga tinham como hábitos deixar impressões na base das peças de olaria e cerâmica, remontando simbologias que mais se pareciam com impressões digitais ou pequenos símbolos. No século XIII, uma lei inglesa exigia que todos os padeiros colocassem sua marca específica em todo o pão que vendiam, com a finalidade de identificar aqueles que maliciosamente tentassem vender pão com um peso inferior ao que a lei permitia.

A marca também influenciou a heráldica na construção dos símbolos e brasões na idade média, determinando o surgimento de títulos, classe social e posse como medida de poder em várias monarquias e reinados. Também no decorrer dos séculos XVII e XVIII, a produção de fina porcelana, mobiliário e tapeçaria, produzida em oficinas artesanais francesas e belgas, ampliou o conceito e a importância do uso da marca como forma de diferenciar a qualidade daqueles produtos.

A Revolução Industrial, a partir do século XIX, estabeleceu as bases tecnológicas do desenvolvimento do sistema capitalista com o florescimento da indústria e de bens de capital, e foi alicerçada na esteira do desenvolvimento do setor siderúrgico e da difusão do vapor como força-motriz, sendo que nesta época a utilização das marcas foi mais intensa, em função da produção e comercialização em escala industrial.



## 2.2 Definições e Dados Históricos Sobre Marcas no Brasil

O primeiro Decreto sobre marcas no Brasil, segundo Soares (2000), de nº 2.682, de 23/10/1875 dizia que:

A marca poderia consistir no nome do fabricante ou negociante, sob uma forma distintiva, no da firma ou razão social, ou em quaisquer outras denominações, emblemas, selos, sinetes, carimbos relevos, invólucros de toda a espécie que possam distinguir os produtos da fábrica ou os objetos de comércio.(SOARES, 2000, p.14)

O autor ainda aborda o seguinte:

Os romanos nos deram os sentidos de “signum” como sendo o cunho, a efígie, o selo, sinete, indício, etc., “sigillum” com os mesmos sentidos de selo e sinete; o “nomen”, que é igual a palavra, nome, termo, prenome, apelido, etc.; “bullae”, que é o selo e também a “bolinha de ouro, de outro metal ou couro que os filhos dos patrícios traziam no pescoço até os dezesseis anos” e, ainda, “bolinha metálica suspensa no pescoço do animal” (ambas as bolinhas eram usadas com o fim de identificá-los); e, finalmente, “insígnia”, que se distingue por um sinal particular, distintivo, adorno, enfeite, condecoração, etc. (SOARES, 2000, p.14)

A Lei nº 1.236, de 24/09/1904, regulamentada pelo Decreto nº 5.424, de 10/01/1905, em seu art. 2º, já estabelecia que qualquer nome, denominação necessária ou vulgar, firma ou razão social e as letras ou cifras somente serviriam para o fim distintivo entre marcas de indústria e de comércio e Soares (2000) comenta que:

A legislação mencionada acima determinava já naquela oportunidade a possibilidade do nome da firma ou a razão social, também denominada nome comercial, ser também submetida ao registro como marca, atendidos os pré-requisitos e condições dispostas naquela legislação. (SOARES, 2000, p. 85)

Por isso, é importante ressaltar a existência de diferenciação entre marcas de fábricas e de comércio, pois existem distinções que podem influenciar o processo de registro da marca que significa dizer segundo Cerqueira, *apud* Soares (2000):

A lei não faz distinção entre as marcas de fábrica e de comércio, que se acham sujeitas às mesmas regras e princípios. Entretanto, pelos seus fins distinguem-se as duas espécies. A marca de fábrica é a marca do produtor, de quem produz ou manufatura o artigo. As marcas de fábrica assumem maior importância porque aderem ao produto, que por ela se torna conhecido, no próprio país de origem como no estrangeiro.

A marca de comércio é a marca do comerciante, servindo para atestar a boa seleção dos artigos com que negocia, quer adquiridos para serem revendidos, quer fabricados especialmente para seu negócio. Seu campo de influência é mais restrito, pois se limita à clientela, ao passo que a marca da fábrica possui maior raio de expansão. (SOARES, 2000, p. 21)

Com relação aos aspectos diferenciadores entre marcas de fábricas e de comércio Soares (2000) afirma que existem classificações que abordam a importância de se conhecer a origem do produto e/ou mercadoria, seja ela oriunda do próprio fabricante ou revendida em estabelecimento comercial, portanto:

A marca de fábrica é a que se destina a distinguir os produtos de uma fábrica; determina o estabelecimento que os fabricou; em uma palavra, identifica a origem da mercadoria. A marca de comércio identifica o vendedor, seja qual for seu fabricante. Utiliza-a o comerciante sobre os produtos que vende e que compra a quem mais o convém. (SOARES, 2000, p. 21)

Este autor, ainda acrescenta que:

A marca de indústria e de comércio é o mais relevante dos sinais distintivos de produtos e mercadorias. Marca de indústria ou de comércio é a marca que se põe em produtos ou mercadorias para servir de indicação de sua qualidade, algumas vezes também de quantidade. (SOARES, 2000, p. 21)

Soares (2000) explica que a Constituição da República Federativa do Brasil promulgada em 05/10/88, em seu capítulo I, dos Direitos e Deveres Individuais e Coletivos art. 5º, estabeleceu no nº XXIX, que a lei assegurará aos autores de inventos industriais privilégio temporário para sua utilização, bem como proteção às criações industriais, à propriedade das marcas, aos nomes de empresas e a outros signos distintivos, tendo em vista o interesse social e o desenvolvimento tecnológico e econômico do País, e conclui dizendo que:

A terminologia NOME DE EMPRESA, tal como previsto anteriormente pelo Decreto-Lei nº 254/67 é um fato, e deve-se observar e constatar que a Constituição de 24/02/1891 assegurou a propriedade das marcas de fábrica; a de 16/07/1934, a propriedade das marcas de indústria e comércio e a EXCLUSIVIDADE do nome comercial; a de 18/09/1946 e também a de 14/01/1967 repetiram a que lhe foi anterior, no entanto, a Constituição vigente foi muito mais longe e, sem dúvida, considerou não só a Marca, mas também o NOME COMERCIAL como DIREITO DE PROPRIEDADE, assegurando-a, consagrando-a textualmente. Com essa consagração constitucional atendeu não só a melhor doutrina como as reiteradas decisões que firmaram jurisprudência, equiparando a MARCA ao NOME COMERCIAL, quanto à sua natureza jurídica. (SOARES, 2000, p. 21)

O termo “Marca” se refere a uma palavra, símbolo ou imagem utilizado individualmente ou combinado, adotado por um fabricante ou comerciante para identificar a origem de produtos e/ou serviços a distingui-lo de outros.

### 2.3 Conceito Genérico

O valor intrínseco da marca de um produto está diretamente vinculado à preferência dedicada pelo consumidor em relação a algum outro produto equivalente e competitivo. Entende-se por produto equivalente e competitivo aquele que reúne pelo menos uma das três condições descritas:

- i) Qualidade compatível com aquela cuja marca está sendo avaliada;
- ii) Faixa de preço do produto comparável à da marca em análise;
- iii) Mesmo tipo de mercado consumidor para o produto cuja marca seja objeto de avaliação.

Quanto maior o número de fatores comparáveis, maior confiabilidade será destinada à avaliação da marca. Em geral, por definição, existem outras classificações e conceitos de marcas, classificados de forma resumida no Quadro 3, a seguir:

Quadro 3 – Classificação das Marcas

CLASSIFICAÇÃO	DEFINIÇÃO	CONSIDERAÇÕES
<b>Marca de Serviço</b>	É todo sinal visível que serve para distinguir os serviços de uma empresa dos de outras empresas – Decreto no. 635, de 21/08/92 (SOARES, 2000, p.33 e 34).	MÉDICIS, em Florença – Itália, surgiu no século XIV e continua a ser ainda hoje, no mundo ocidental, a conhecida insígnia das casas de penhor com o emblema do “cacho de três bolas de ouro”.
<b>Marca Coletiva</b>	É o sinal destinado a ser colocado sobre mercadorias para indicar especialmente que foram produzidos ou fabricados por um grupo de pessoas ou em uma localidade, região ou país determinado (SOARES, 2000, p.44 apud MEDINA, 1960, p.57).	Segundo (Soares, 2000, p.39) é possível que a marca coletiva tenha precedido a marca de indústria e de comércio, tendo surgido na Idade Média ou mais precisamente por ocasião do estabelecimento das Corporações de Ofício.
<b>Marca de Certificação</b>	É aquela adotada para assinalar e distinguir quaisquer produtos ou serviços, distinguindo-os no comércio e nos negócios. Produtos e/ou serviços esses que foram sobejamente atestados (certificados) por qualquer pessoa ou grupo de pessoas, como sendo aqueles que detêm certa qualidade, esmero ou outra característica preponderante, tendo por base a origem, o material ou a maneira de fabricação (SOARES, 2000, p.47)	A marca coletiva foi introduzida em nosso país pela Lei nº 9.279, de 14/05/96, que regula direitos e obrigações relativos à propriedade industrial e considera a marca de certificação, aquela usada para atestar a conformidade de um produto ou serviço com determinadas normas ou especificações técnicas, notadamente quanto à qualidade, natureza, material utilizado e metodologia empregada (SOARES, 2000, p. 49).
<b>Marca Tridimensional</b>	É a ligação direta entre a denominação, a configuração externa do produto, do recipiente, da embalagem, etc, e, o próprio produto, constitui a MARCA MODELO ou MARCA TRIDIMENSIONAL (SOARES, 2000, p. 54).	Como exemplo temos as marcas COCA-COLA com o tipo de letra característico e a peculiar forma de garrafa, registrada em 08/07/1916, dentre outras, como PEPSI-COLA, CRUSH, FANTA, JOHNSON & JOHNSON, PEDRO DOMECQ, COINTREAU (SOARES, 2000, p.52).
<b>Marca Notoriamente Conhecida</b>	Está ligada aos produtos ou serviços e a outros que se lhe são semelhantes ou afins e também ao seu elemento distintivo que, por sua vez, abrange os que forem iguais ou semelhantes, não sendo necessário o registro no Brasil e é reconhecida no segmento mercadológico que atua, não importando a fama no mercado internacional (SOARES, 2000, p.64).	Como exemplos poderíamos citar segundo (Soares, 2000, p. 59 e 60) a APPLE, FILA, MARRIOTT, NIKE.
<b>Marca de Alto Renome</b>	Representa o conceito, boa fama, distinção, aceitação pública e manifesta de qualquer povo, sem a distinção de sua classe social ou do lugar onde a marca é empregada porque, na grande verdade, é a marca absoluta que ninguém, em sã consciência, poderá desconhecer (SOARES, 2000, p. 67).	Como exemplo podemos citar a TIFFANY, GUCCI, ROLEX, JAGUAR, TATUZINHO, VELHO BARREIRO, 3 FAZENDAS, 51, JAMEL PITU, YPIOCA, COCA-COLA, BRAHMA, MERCEDES, FIAT, KIBON, MONARK, ROLLS ROUCE, VIGOR, TOSTINES, SABÓ, GAROTO, dentre outras (SOARES, 2000, p. 66).

Fonte: SOARES, (2000, p. 33-69)

## 2.4 Marcas Registradas – Aspectos econômicos

A participação no mercado e o conhecimento das marcas estão típica e diretamente correlacionados, ou seja, muitas linhas de produtos e serviços sugerem que quando uma marca é conhecida é provável que o consumidor ou comprador (atacadista) responda favoravelmente, adquirindo este produto baseado na identificação da marca. Quando uma marca é identificada por uma dada porcentagem de audiência visual o proprietário geralmente aproveita uma porcentagem similar no total das vendas do produto.

Assim, consumidores/proprietários de marcas comerciais são ativos anunciantes e promotores dos mesmos. De igual importância na obtenção de uma larga parcela de mercado está a habilidade para reunir e dispor uma produção, sua capacidade de distribuição e comercialização. Estes bens são denominados de “bens coletados” ou “bens em funcionamento”.

A relação direta uma a uma da marca de fabricação e a participação no mercado também pressupõem a habilidade de funcionamento na distribuição de seus produtos ou serviços em locais comercializáveis, preços competitivos e com qualidade confiável, condizente com a realidade do mercado.

Em suma, uma marca comercial é promovida somente após a presença de um mercado viável e quando o retorno pode ser esperado. Assim, uma análise dos retornos prováveis e de todos os fatores de produção é necessária ao estimar-se a taxa de licença adequada e a habilidade do proprietário para mantê-la e possivelmente, aumentar seu valor por publicidade/promoção.

No caso da “Marca Notória”, apresentada no Quadro 3, é razoável aplicar alocação mais generosa do volume total das vendas para o pagamento ou resultado esperado para sua licença por um proprietário, por causa de sua pronta aplicação baseada em sua aceitação.

Nunes (2003) afirma que se pode estabelecer uma relação entre o mercado e a marca, classificando o mercado em três categorias, conforme quadro Quadro 4, a seguir, onde o autor aborda a importância da evolução da sociedade, relacionando objetivo e competência nas várias etapas da evolução industrial.

Quadro 4 - Classificação das Marcas em Relação ao Mercado

MERCADO	OBJETIVO	COMPETÊNCIA	MARCA
Globalizado	<i>Brand equity</i> (valor de negócio com marca)	Gerenciamento de relações (satisfação)	Cultura
Competitivo	<i>Share of market</i> (fatia do mercado)	Marketing (transação)	Imagem
Não competitivo	Vendas	Produção, distribuição	Logotipo

Fonte: NUNES, (2003, p. 67)

Nunes (2003) afirma que no estado não competitivo a única preocupação está focada na produção e na distribuição dos produtos, entretanto com o surgimento do mercado competitivo, em que se pressupõe a existência da mobilidade dos recursos e meios de produção, bem como a concorrência, por ocasião de produção de produtos similares ou substitutos, ocorre uma necessidade de mudança onde o foco passa obrigatoriamente pela conquista de clientes, ou seja, a conquista de uma fatia de mercado por seus concorrentes. Em um mercado globalizado, o foco consiste na gestão de relacionamento com o consumidor, estabelecendo desta forma o valor da marca, a fidelização, sem perder as vendas. Na Figura 1, é possível observar as características que compõem os ativos intangíveis das empresas.

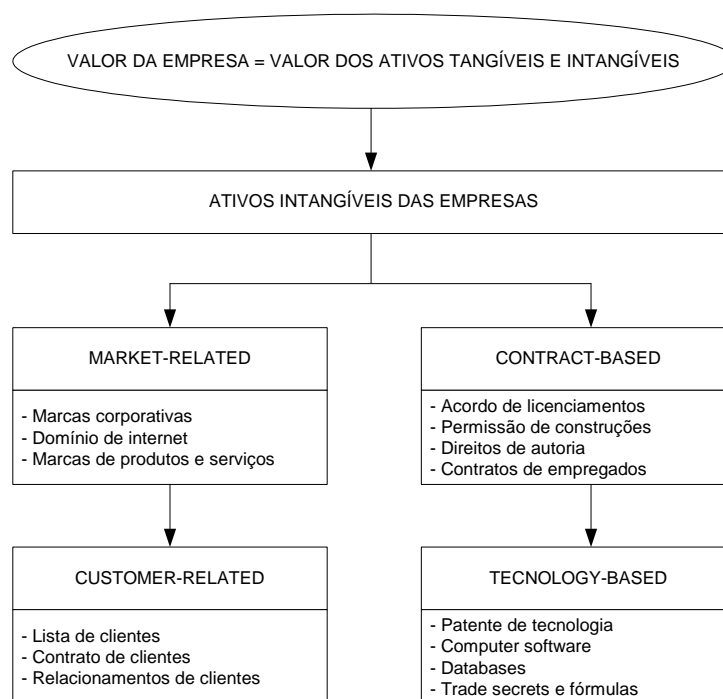


Figura 1 – Ativos Intangíveis das Empresas

Fonte: US Federal Accounting Standards Board apud BrandAnalytics (2008)

## 2.5 Metodologia de avaliação da marca

O cálculo do valor da marca está baseado em uma lista de critérios com variantes para cada tipo específico de marca. Os pontos gerais de avaliação levam em conta o tempo que a marca está no mercado para determinar a tradição do produto, o percentual que ela representa no seu segmento de mercado, etc. O aspecto publicitário é bastante importante e, nesse campo, são levados em conta, basicamente, dois itens principais: 1) Quanto do dinheiro é investido por ano em propaganda em cima da marca em avaliação; 2) Quanto foi investido nos últimos cinco anos para determinar se o investimento foi crescente ou decrescente.

Se o investimento publicitário foi crescente, ano a ano, significa que a marca exigiu mais divulgação, porque ela necessita destes recursos para se manter no mercado, ou a empresa simplesmente adotou o recurso de investir mais. Se o investimento é decrescente, isso pode significar que a marca tem um bom posicionamento no mercado, porque precisou cada vez menos de verbas para manter a marca conhecida no mercado.

O percentual que este investimento publicitário representa no faturamento da empresa é outro item relevante, isto porque quanto menos a marca depende de recursos publicitários, mais ela vale para efeito de compra.

Outro componente básico na avaliação é o tipo de mercado no qual essa marca é colocada, isto porque o fato de o produto ser vendido em grandes supermercados, por exemplo, pode contar pontos a favor da marca, uma vez que esse estabelecimento é rigoroso na seleção e resiste à entrada de novos produtos em suas prateleiras. A marca se mantém no mercado pela qualidade do produto e sua freqüência nos estabelecimentos de vendas.

## 2.6 Conceito Comercial de Avaliação da Marca

Esse conceito baseia-se em prática internacional usualmente aceita que é o da aplicação de taxa de “royalty”. Historicamente, essa prática tem como origem uma remuneração que se cobrava para concessão de licenças para a exploração comercial de uma invenção técnica ou “KNOW HOW” de produção. Com a evolução da tecnologia, dos processos de produção e das modernas técnicas comerciais, essas licenças passaram a ser protegidas pelos seus titulares por meio do sistema de patentes, as quais procuram assegurar ao seu titular as vantagens comerciais e financeiras por um determinado período.

Dessa forma, a norma genérica de procedimento para avaliação de bens intangíveis, como marcas patentes ou outros que venham assegurar ao seu titular alguma vantagem decorrente desses bens, baseia-se no conceito da aplicação da taxa de “royalty”.

Não existe estudo técnico que defina com profundidade qual a forma a ser estabelecida, tendo em vista que cada caso tem as suas peculiaridades e está na razão direta das vantagens propiciadas ao titular e/ou ao interessado em explorar determinada marca. Entretanto, a Portaria MF nº 436 de 30 de dezembro de 1958 estabelece coeficientes percentuais máximos para a dedução de *Royalties* pela exploração de marcas e patentes, de assistência técnica, científica, administrativa ou semelhante, amortização, considerados os tipos de produção, segundo o grau de essencialidade.

Entretanto, pela legislação que regulamenta a remessa de “royalties” ao exterior, pelas práticas que vêm sendo estabelecidas e pelas técnicas adotadas para avaliações, pode-se estabelecer parâmetros que se baseiam em critérios objetivos como forma de definir, para cada caso, a fórmula e os procedimentos a serem aplicados.

## 2.7 Aspectos Econômicos

O mercado global exige das corporações produtos e serviços de elevada tecnologia, que não tragam danos ao meio ambiente, que possam gerar benefícios sociais em seu meio de atuação interna e externamente. Assim, para alcançar estas diversidades de objetivos é importante inovar sempre e, via de regra, a inovação requer novos investimentos por parte dos empresários de forma a viabilizar a transformação de uma boa idéia em algo tangível e suscetível ao consumo. Com a utilização do *Marketing* este bem ou serviço, definidas as adequadas estratégias, pode propagar em grandes escalas, gerando o custo benefício ou retorno do investimento, tecnicamente, o lucro. O principal desafio está em criar valor de marca nestes novos produtos e/ou serviços daí a importância da relação direta, uma a uma, da marca de fabricação e a participação no mercado, combinada com a habilidade de funcionamento na distribuição de seus produtos ou serviços em locais comercializáveis, a preços competitivos e com qualidade confiável, condizente com a realidade do mercado. Em suma, uma marca comercial é promovida somente após a presença de um mercado viável, quando o retorno pode ser esperado.



Vasconcelos (2001) explica que a análise da demanda ou procura está alicerçada no conceito subjetivo da utilidade ,que representa o grau de satisfação que os consumidores atribuem aos bens e serviços, os quais satisfazem as necessidades humanas, e, neste sentido, fundamenta esta visão sob o prisma de duas teorias contrastantes, onde destacamos uma em especial, a saber: A Teoria do Valor Utilidade – que pressupõe que o valor de um bem se forma por sua demanda, isto é, pela satisfação que os consumidores atribuem aos bens e serviços que podem adquirir no mercado. Ou seja, a utilidade é a qualidade que os bens econômicos possuem de satisfazer às necessidades humanas.

A Teoria do Trabalho – desenvolvida pelos economistas clássicos (Malthus, Smith, Ricardo, Marx) considera que o valor de um bem se forma do lado da oferta, mediante os custos do trabalho incorporado ao bem. Os custos de produção eram representados, basicamente, pelo fator mão-de-obra, em que a terra era praticamente gratuita (abundante) e o capital, pouco significativo. Pela Teoria do Valor Trabalho, o valor do bem depende do tempo produtivo que é incorporado ao bem. Nesse sentido, a Teoria do Valor Trabalho é objetiva (depende de custos).

Pode-se dizer que a Teoria do Valor Utilidade veio complementar a Teoria do Valor Trabalho, pois já não era possível prever o comportamento dos preços dos bens apenas com base nos custos, sem considerar o lado da demanda (padrão de gostos, hábitos, renda etc.).

Ademais, a Teoria do Valor Utilidade permitiu distinguir claramente o que vem a ser o valor de uso e o valor de troca de um bem. O valor de uso é a utilidade ou satisfação que o bem representa para o consumidor. Valor de troca forma-se pelo preço no mercado, pelo encontro da oferta e da demanda do bem ou serviço. (VASCONCELOS, 2001, p.49)

Neste sentido, é importante gerenciar a marca mediante a equidade e, segundo Aaker (1996), equidade da marca:

É um conjunto de recursos (e deficiências), inerentes a uma marca registrada e a um símbolo, que se agregam (ou são subtraídos) ao valor proporcionado por um produto ou um serviço, em benefício da empresa ou de seus clientes.(AEKER, 1996, p. 7)

A Figura 2, do autor acima, pode melhor descrever a visão geral e compacta de como a equidade da marca gera valor.

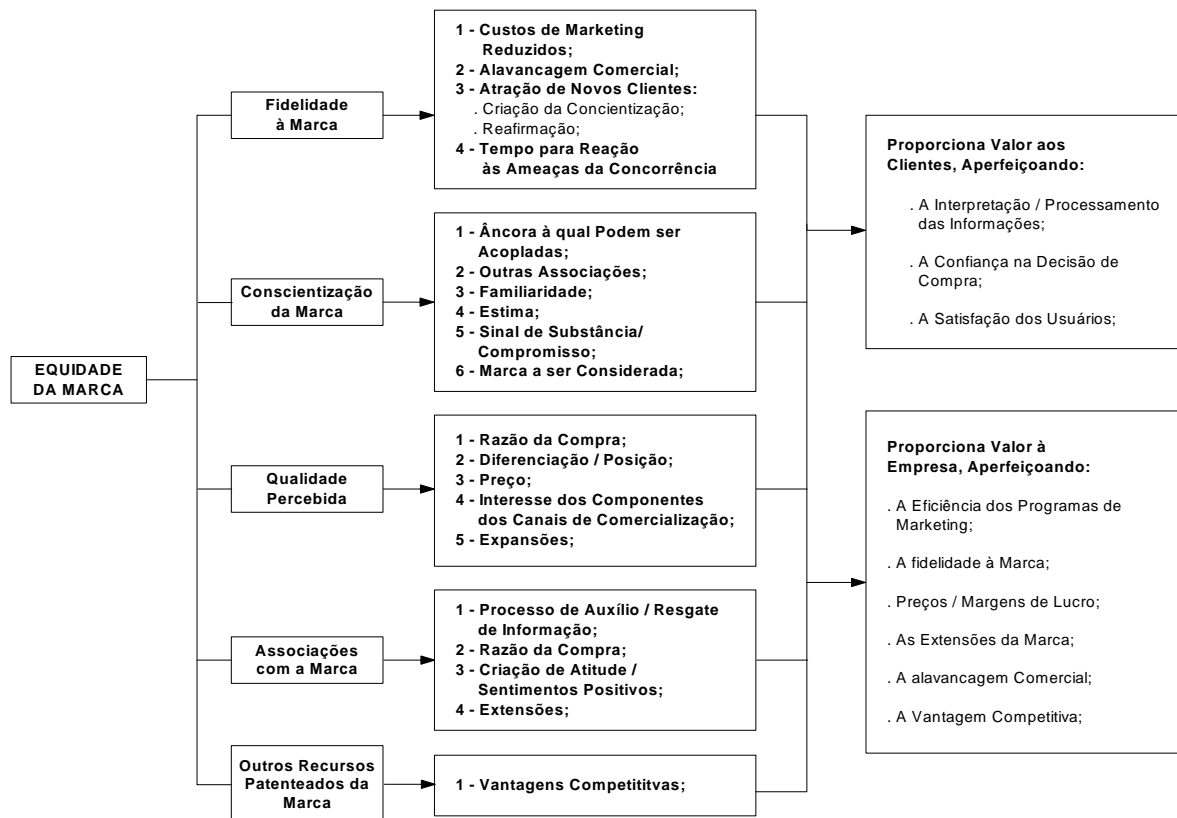


Figura 2 - Como a Equidade da Marca Gera Valor

Fonte: AEKER, (1996, p. 19)

A Figura 2, acima, destaca que, para efeito de se medir equidade da marca, é necessário estabelecer características como a FIDELIDADE, CONSCIENTIZAÇÃO, QUALIDADE PERCEBIDA, ASSOCIAÇÕES E VANTAGENS e cada uma delas, sem uma ordem de prioridade, estabelece os critérios necessários para mensuração.

O autor ainda complementa, consolidando as características mencionadas na Figura 2, definindo *Brand Equity* como sendo um “conjunto de ativos e passivos ligados a uma marca, seu nome e seu símbolo, que se somam ou se subtraem do valor proporcionado por um produto ou serviço para uma empresa e/ou para os consumidores dela. (Aaker, p. 16, 1998)”. Daí a relação entre FIDELIDADE-CONSCIENTIZAÇÃO-QUALIDADE PERCEBIDA-ASSOCIAÇÕES E VANTAGENS.

## 2.8 Conceito de Aplicação da Taxa de Royalty na Avaliação da Marca

Com a evolução da tecnologia dos processos de produção e das modernas técnicas comerciais, essas licenças passaram a ser protegidas pelos seus titulares com base no sistema de patentes, as quais procuram assegurar ao seu titular as vantagens comerciais e financeiras por um determinado período.

Dessa forma, a norma genérica de procedimento para avaliação de bens intangíveis, como marca, patentes ou outros que venham a assegurar ao seu titular alguma vantagem decorrente desses bens, baseia-se no conceito da aplicação da taxa de “royalty”, uma prática internacional usualmente aceita, que historicamente representa uma remuneração que se cobrava para concessão de licenças na exploração comercial de uma invenção técnica ou “know how” de produção.

Com base nestas afirmações, a taxa de “royalty” pode ser estabelecida e determinada em função do desempenho da marca, incidindo no período histórico, bem como no período projetado. A fixação desse percentual respalda-se em fatores decorrentes da própria atividade, sendo o principal deles a adequada margem de contribuição que os produtos representam no resultado da atividade e/ou em função da legislação vigente, comentada a seguir. Por outro lado, para um período projetado a partir do desempenho atual, em função de um crescimento constante, esse percentual pode ser compensador e relevante.

As limitações impostas pela legislação contábil vigente e do próprio regulamento do imposto de renda podem trazer alguns esclarecimentos de forma complementar, principalmente com relação ao valor da empresa, determinando uma melhor verificação da Apuração do Valor Patrimonial (Patrimônio Líquido Ajustado), uma representação do valor da totalidade de ações que formam o capital social da empresa baseado na cotação destas ações e a apuração do valor econômico decorrente de resultados futuros da empresa (fluxo de caixa descontado). A legislação vigente, Lei nº 4131, e atos complementares limitam o pagamento de “royalties” ao exterior e, quando se trata de marcas nacionais a legislação do imposto de renda também limita os valores dedutíveis do licenciamento a título de despesas, muito embora, neste último caso, não proíba, além do limite dedutível, qualquer percentual fixado entre as partes.

Conforme o GUIA DE CONTABILIDADE – ORIENTAÇÃO 14-B – ADIÇÃO AO LUCRO OU PREJUÍZO DESPESAS DE *ROYALTIES* E ASSISTÊNCIA TÉCNICA em seu sub-item 14-B.1.9, com relação ao conceito de *ROYALTY*, determina que os limites e condições para dedução dos royalties a título de despesas, conforme dispostos nos artigos 351 a 355 do RIR/99:

Entende-se por royalty a remuneração pelo uso ou exploração de direitos de propriedade industrial pertencentes a terceiros, tais como patentes de invenção, processos e fórmulas de fabricação, marcas de indústria e comércio (grifo nosso) e outros direitos de igual natureza (PN CST nº 143/75).

Mais adiante estabelece inclusive o limite de dedutibilidade das despesas com royalties, respeitados os limites fixados pelo Ministro da Fazenda, para cada espécie de produção ou atividade, reunidas em grupos, segundo o grau de essencialidade, respeitado o teto máximo de 5% da receita líquida das vendas dos produtos fabricados ou vendidos conforme disposto na Portaria do Ministro da Fazenda nº 436, de 30.12.58, com as inclusões feitas pelas Portarias MF nº 113/59, GB nº 314/70 e MP nº 60/94, ADI do SRF nº 2/2002.

## 2.9 Razões para Avaliação do Valor da Marca

A avaliação das Empresas em mercados emergentes vem ganhando importância para processos de privatizações, *joint ventures*, fusões e aquisições, reestruturações e *value-based management* (valor econômico da marca), conforme Copeland; Tim; Murrin (2002):

A avaliação de empresas é muito mais difícil nestes ambientes porque os riscos e obstáculos enfrentados pelas empresas são muito maiores do que em países desenvolvidos. Entre os grandes riscos e desafios estão altos níveis de incerteza macroeconômica, mercados de capitais ilíquidos, controles sobre a entrada e saída de capital e níveis elevados de risco político. (COPELAND; TIM; MURRIN 2002, p. 377)

Não há, entre acadêmicos, bancos de investimento e profissionais do setor, consenso sobre como tratar estes desafios. Os métodos variam muito e frequentemente envolvem a realização de ajustes arbitrários baseados em evidências empíricas limitadas e no instinto. Em vista da falta de consenso, recomenda-se uma abordagem pragmática que compare as estimativas de valor dos três métodos:

Fluxos de Caixa descontados com cenários probabilisticamente ponderados e custo de capital que exclua o ágio pelo risco nacional, Fluxos de caixa descontados com ágio pelo risco nacional embutido no custo do capital e Múltiplos ou valor de mercado. Nossa abordagem principal é o uso de fluxos de caixa descontados com cenários probabilisticamente ponderados que simulem explicitamente os riscos com que se depara a empresa. O valor obtido por esta abordagem deve, então, ser comparado com uma abordagem que inclua no custo do capital um ágio, pelo risco nacional e com uma avaliação em múltiplos comparáveis. (COPELAND; TIM; MURRIN (2002, p. 378)

Os autores, acima afirmam que não existe efetivamente uma metodologia mais adequada para o tratamento dos riscos econômicos, no caso de avaliação de mercados de empresas que atuam em cenários de risco econômico e político. Contudo, a que se considerar o seguinte:

Em vista da falta de consenso, recomendamos uma abordagem pragmática que compare as estimativas de valor dos três métodos: Fluxos de Caixa descontados com cenários probabilisticamente ponderados e custo de capital que exclua o ágio pelo risco nacional, Fluxos de caixa descontados com ágio pelo risco nacional embutido no custo do capital e Múltiplos ou valor de mercado. Nossa abordagem principal é o uso de fluxos de caixa descontados com cenários probabilisticamente ponderados que simulem explicitamente os riscos com que se depara a empresa.

O valor obtido por esta abordagem deve, então, ser comparado com uma abordagem que inclua no custo do capital um ágio, pelo risco nacional e com uma avaliação em múltiplos comparáveis. Os efeitos da inflação sobre a análise financeira em mercados emergentes podem distorcer as demonstrações contábeis dificultando comparações e análises de razões entre anos, afetando inclusive as previsões. (COPELAND; TIM; MURRIN (2002, p. 378-379)

Outro ponto, está relacionado com o custo do capital em mercados emergentes, segundo os autores, devido ao fato de que alguns mercados ainda não estão integrados com o mercado global, inclusive com restrições freqüentes à capacidade dos investidores locais em aplicarem recursos financeiros fora de seus países; o custo do capital para um investidor local pode ser consideravelmente diferente do enfrentado por um investidor global. Neste sentido, Peres; Fama – AVALIAÇÃO DE EMPRESAS E APURAÇÃO DE HAVERES EM PROCESSOS JUDICIAIS: uma análise segundo a Teoria de Finanças - VI SEMEAD – FINANÇAS/USP, disponível em: [HTTP://www.semاد.financas@usp.com.br](http://www.semاد.financas@usp.com.br) acessado em abril de 2007, comentam o seguinte, com relação ao Método de Avaliação com Base no Fluxo de Caixa Descontado:

É uma metodologia de avaliação que atende com maior rigor aos enunciados da teoria de finanças, por revelar a efetiva capacidade de geração de riqueza de uma empresa. Esta metodologia é amplamente adotada pelos mercados financeiros e de capitais e pelas empresas em processos de fusões e aquisições.

O fundamento teórico consiste na afirmação de que o valor de um negócio é função dos benefícios futuros que ele irá produzir, ou seja, sua capacidade de geração de riqueza futura mantido o grau de risco de seus ativos operacionais. A essência deste método consiste em projetar futuros fluxos de caixa operacionais e trazê-los a valor presente, por uma taxa de desconto apropriada, que mensure o risco inerente a estes fluxos e o custo de oportunidade dos capitais.

Como as expectativas futuras são estimativas, a dificuldade maior está em prever com exatidão e antecedência o comportamento futuro destas relevantes variáveis. São variáveis chaves neste método de avaliação: o fluxo de caixa operacional, o horizonte de projeção deste fluxo, o valor residual da empresa ou valor da perpetuidade e a taxa de desconto destes fluxos de caixa. (BARBOSA; FAMÁ, VI SemeAD – Finanças/USP, disponível em: <http://www.semاد.financas@usp.com.br> acessado em abril de 2004.)

Cabe uma reflexão quanto ao emprego dos *royalties* como sendo uma das modalidades para remunerar o custo de capital pelo risco destes ativos em mercados emergentes. O conceito de “alívio de *royalty*” parte do princípio da cessão da marca para utilização por terceiros que queiram explorar o produto ou serviço comercialmente, pressupondo que se a empresa não fosse a titular teria que pagar pela sua utilização. Por semelhança, também, aplica-se esse método para marcas que foram criadas e desenvolvidas pela própria empresa, daí a terminologia “alívio de *royalty*”.

## 2.10 O emprego do VBM – *Value Based Management* (Administração Baseada em Valor)

Muitas empresas ainda enfrentam dificuldades relacionadas com o processo de gestão, sistemas de informações, melhor estratégia, custos operacionais, definição do preço de vendas, custos de capitais de curto e longo prazo e mercado de atuação, sem contar os aspectos de diversificação de produtos e serviços sem um planejamento adequado, o que pode determinar a separação de empresas bem sucedidas daquelas que fracassaram em seus modelos de gestão. Copeland; Koller; Murrin (2002) estabelecem os seguintes fatores de sucesso, que podem ser determinantes no processo de administração baseada em valor:

- a) É necessário que haja comprometimento evidente da alta administração para que os empregados percebam que não se trata de mais um modismo, mas de um esforço para mudar atitudes e comportamentos fundamentais;
- b) A participação extensiva dos administradores de unidades de negócios é crítica, quando para garantir que se sintam envolvidos no processo. São essenciais as ligações com processos existentes para garantir que os esforços para fazer acontecer o valor possam ter impacto sobre o planejamento estratégico, a alocação de capital e as decisões de promoção e remuneração da empresa. Sob condições ideais, inclui-se em todas as grandes decisões administrativas uma avaliação do impacto sobre o valor para o acionista; e
- c) Uma abordagem pragmática e voltada para medidas práticas garante que o ato de fazer acontecer o valor seja inspirador, em vez de simplesmente gerar papelada e burocracia. (COPELAND; TIM; MURRIN (2002), p. 113)

Para reforçar os fatores-chave de sucesso, o modelo proposto por Aaker (1996), conforme Figura 7, a seguir, que representa as premissas de projeção do valor da marca devido a necessidade de se entender os diferenciais competitivos associados à marca, (*market share*) da marca e mensurar a avaliação sob a ótica do comprador (*willing seller*).

A Figura 3 avalia os pontos fortes e fracos da marca, a projeção do faturamento, níveis de investimentos em pós aquisição, com marketing, interpreta possíveis sobreposições que podem levar à mudança de estratégias com relação ao portfólio atual de marcas da empresa, como, por exemplo, a quantificação dos gastos de pós aquisição, e por fim enfatiza que a alavancagem do valor da marca não se limita ao consumidor, mas também às outras linhas da projeção de lucros econômicos e custo de capital (próprio e de terceiros).

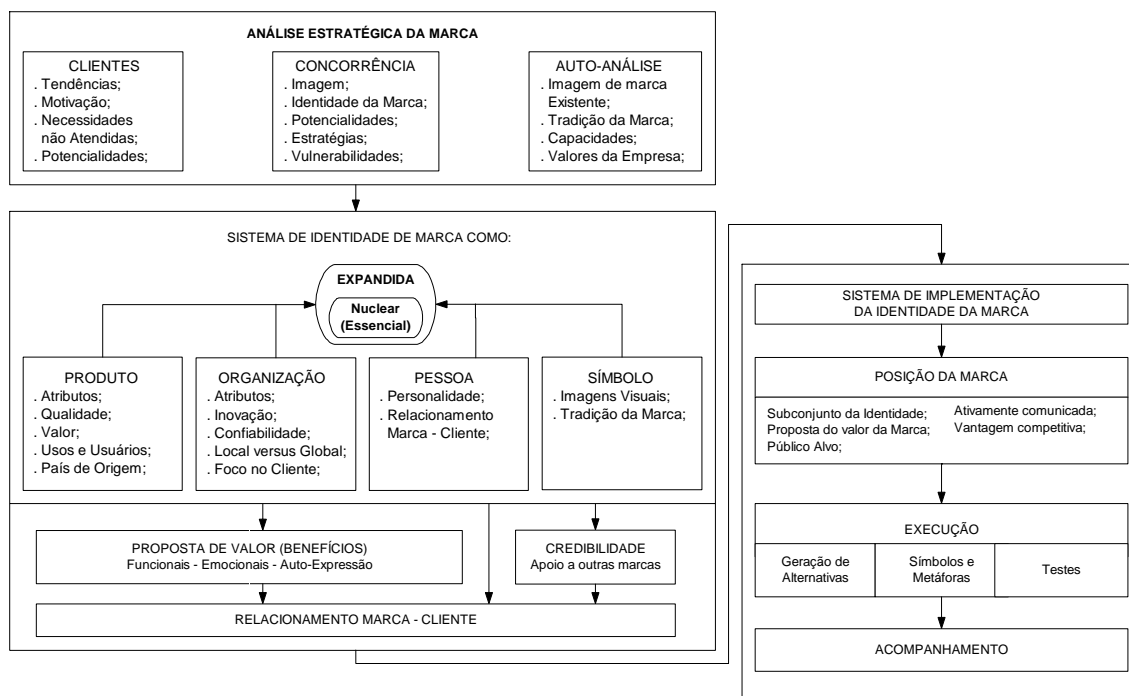


Figura 3 – Modelo do Planejamento da Identidade da Marca

Fonte: AEKER, (1996, p. 196)

Observando a figura acima, podemos destacar que a análise estratégica da marca é estabelecida em função dos **CLIENTES**, da **CONCORRÊNCIA** bem como da **AUTO-ANÁLISE**, entretanto estas variáveis somente podem ser percebidas analisando os **SISTEMAS DE IDENTIDADE** e **IMPLANTAÇÃO**. O primeiro sistema destaca a caracterização do produto, a organização, a personalidade e a simbologia. O segundo destaca a posição que a marca ocupa no mercado que atua.

## 2.11 Marca e o seu valor econômico para as empresas

Segundo Nunes (2003), em um mercado competitivo, o preço é estabelecido pelo mercado. Se uma empresa aumenta o preço dos produtos e/ou serviços ofertados, suas vendas caem, pois os consumidores não estão dispostos a pagar mais por ela, (efeito substituição e efeito renda). Continuando, o mesmo autor comenta que, no lado da demanda, a marca tem o poder de capacitar o produto a alcançar um preço maior, a aumentar o volume de vendas (*market share*), a reter e a aumentar o uso dela por seus consumidores por meio da lealdade, e conclui:

A marca estabelece uma demanda estável no longo prazo mediante uma relação funcional, emocional e filosófica com seus consumidores e todos os *stakeholders* (consumidor, distribuidor, canal de venda, governo, fornecedor, formador de opinião, mídia, entre outros), como vimos, criando uma barreira à entrada e garantindo diferencial competitivo. Do lado funcional, a marca garante o reconhecimento e auxilia a decisão de compra do consumidor, por meio da garantia de qualidade (NUNES, 2003, p. 136).

Nunes (2003) afirma que as medidas tradicionais de valor são altamente sensíveis a mudanças de curto prazo no resultado, pois se baseiam em convenções históricas de contabilidade e freqüentemente sub-avaliam o valor de mercado de uma empresa. O autor entende que uma das razões principais dessa sub-avaliação foi a prática contábil estabelecida de expurgos do *goodwill* (Fundo de Comércio) contra a conta de lucros e perdas, e, com isso, as marcas foram expurgadas imediatamente do balanço.

Atualmente, estas empresas são avaliadas pelo fluxo de caixa gerado, projetado e descontado ao valor presente (NPV), uma técnica que ignora as distorções criadas pelos ajustes contábeis históricos, como depreciação e provisões que distorcem os fatos econômicos, conforme citação dos três métodos distintos para avaliação da marca:

No Custo - que tem como objetivo determinar desde quando a marca foi originalmente lançada, e restabelecer o valor monetário dos investimentos feitos na marca de maneira consistente. Isso representa o valor corrente da quantidade gasta para manter a marca em seu estado e condições atuais.

No Mercado – que se baseia na premissa de que haja transações de mercado comparáveis (vendas específicas da marca) ou transações de empresas comparáveis (vendas de empresas com marcas específicas) ou, ainda, cotações específicas do mercado de ações (proporcionando relações de avaliações contra valores comparáveis).



No Lucro - classificada em duas modalidades, o método do royalty, mensurado em função do privilégio de uso de uma determinada marca e a segunda modalidade, já comentada anteriormente, e o fluxo de caixa descontado, que tem como princípio básico a variação do dinheiro no tempo. A idéia de utilizar o método do fluxo de caixa descontado é identificar o fluxo de caixa esperado em diversos anos no futuro e calcular o valor dele para um investidor na data presente, ou seja, trazer para o valor de hoje esse fluxo futuro de caixa esperado (NUNES, 2003, p. 149).

## 2.12 Normatização Contábil

A normatização do valor da marca, conforme mencionado anteriormente está subordinada ao NIC, vigentes a partir de 1997 e da norma revisada NIC 12, em vigor a partir de 10 de janeiro de 1998, representada no Brasil pelas entidades CFC e IBRACON, bem como normas internacionais previstas no FASB. Nos itens 141 e 142 do FASB (2002) prevêem que Marcas podem ter seu valor registrado em balanços patrimoniais em operações de fusões e aquisições e nestas operações o valor da marca pode ser estimado financeiramente ao invés de ser amortizado, o que representa uma vantagem muito importante, ou seja, o valor da marca, por ser um ativo intangível de vida infinita, não possui amortização (ao contrário do Goodwill), onde este fato pode ser exatamente a desvantagem que tem impactos fiscais e tributários.

### 2.12.1 *Conselho Federal de Contabilidade*

CFC e IBRACON, órgão este responsável pela edição do NIC no Brasil tem como principais objetivos a padronização dos procedimentos contábeis praticados no Brasil com os procedimentos adotados internacionalmente em diversos mercados. A primeira questão que surge é definir o conceito de receita, para então classificá-los nos diversos tipos de receitas:

A definição baseia-se na entrada bruta de benefícios econômicos durante o período em que ocorre o curso das atividades ordinárias de uma empresa, quando tais entradas resultam em aumento do patrimônio líquido, excluídos aqueles que decorrem de contribuições dos proprietários ou acionistas (NIC 18 - 2001, p. 238).

A definição de receita abrange tanto receitas como lucros. “A receita surge no curso das atividades normais de uma empresa e é designada por uma variedade de nomes, inclusive vendas, honorários, juros, dividendos e Royalties, (NIC 18 – 2001, p. 237).”

A segunda questão que surge é a contabilização da receita. É determinar quando a receita deve ser reconhecida. O reconhecimento surge quando é provável que os futuros benefícios econômicos fluirão para a empresa e que tais benefícios possam ser mensurados com segurança. “As receitas são resultantes das vendas de mercadorias e produtos, prestação de serviços e o uso por terceiros de ativos da empresa que produzem juros, Royalties e Dividendos (NIC 18, p. 237-238).” Logo, o uso de ativos da empresa por terceiros gera receita sob as seguintes formas:

Quadro 5 – Principais Ativos das Empresas que Geram Receita

<b>Ativos</b>	<b>Descrição</b>
Juros	Cobrados pelo uso do dinheiro ou valores equivalentes a dinheiro ou por importâncias devidas à empresa;
Royalties	Cobrados pelo uso de ativos de longo prazo da empresa, por exemplo, patentes, marcas registradas direitos autorais e programas de computador (software) e;
Dividendos	Distribuição de lucros a possuidores de ações do capital em proporção aos seus investimentos em uma determinada categoria determinada de ações.

Fonte: Adaptado de NIC 18, 2001, p. 237-238.

O NIC 18 (2001, p. 239) determina que “A receita deve ser quantificada pelo valor justo do montante recebido ou a receber”., e, com relação à receita proveniente do uso por terceiros de ativos da empresa que produzem juros, Royalties e dividendos o NIC 18 (2001, p.243) o reconhecimento da receita deve ser efetuado quando: “ For provável que os benefícios econômicos decorrentes da transação sejam auferidos pela empresa, e quando o montante da receita possa ser medido com segurança”.

### 2.12.2 *Princípio da Oportunidade*

A Resolução CFC nº 750, de 29 de dezembro de 1993, em seu Capítulo II, Seção III, diz que o Princípio da Oportunidade refere-se, simultaneamente, à tempestividade e à integridade do registro do patrimônio e das suas mutações, determinando que este seja feito de imediato e com a extensão correta, independentemente das causas que as originaram, e como resultado da observância do Princípio da Oportunidade:

- 1) Desde que devidamente estimável, o registro das variações patrimoniais deve ser feito mesmo na hipótese de somente existir razoável certeza de sua ocorrência;
- 2) O registro compreende os elementos quantitativos e qualitativos, contemplando os aspectos físicos e monetários;
- 3) O registro deve ensejar o reconhecimento universal das variações ocorridas no patrimônio da entidade, em um período de tempo determinado, base necessária para gerar informações úteis ao processo decisório da gestão.

Neste sentido, (Martins *et al.* 1998) comentam sobre os aspectos conceituais do Princípio da Oportunidade dizendo o seguinte:

Princípio da Oportunidade exige a apreensão, o registro e o relato de todas as variações sofridas pelo patrimônio de uma Entidade, no momento em que elas ocorrerem. Cumprido tal preceito, chega-se ao acervo máximo de dados primários sobre o patrimônio, fonte de todos os relatos, demonstrações e análises posteriores, ou seja, o Princípio da Oportunidade é a base indispensável à fidedignidade das informações sobre o patrimônio da Entidade, relativas a um determinado período e com o emprego de quaisquer procedimentos técnicos. É o fundamento daquilo que muitos sistemas de normas denominam de representação fiel' pela informação, ou seja, que esta espelhe com precisão e objetividade as transações e eventos a que concerne. Tal atributo é, outrossim, exigível em qualquer circunstância, a começar sempre nos registros contábeis, embora as normas tendem a enfatizá-la nas demonstrações contábeis (MARTINS *et al.*, 1998, p. 72-73).

### 2.12.3 *Lei 11.638 – Nova Lei das Sociedades por Ações*

Foi sancionada pelo presidente da República, em 28 de dezembro de 2007, a Lei 11.638, que altera a Lei das Sociedades por Ações em pontos importantes. As mudanças trazidas representam um importante avanço institucional, contribuindo para aumentar o grau de transparência das demonstrações financeiras e, assim, oferecer maior segurança ao investidor. A Lei tem como meta, a adaptação e harmonização das normas e práticas contábeis brasileiras às internacionais, com o objetivo não apenas de colocar o Brasil nos trilhos dessa tendência global, mas também de facilitar o acesso das empresas nacionais aos mercados externos e atrair capitais estrangeiros ao País.

Outra preocupação fundamental foi a de segregar os princípios contábeis em relação às normas tributárias e legislações específicas; o atendimento dessas normas não eximirá a companhia de apresentar demonstrações financeiras de acordo com as normas aplicáveis às demais empresas.

Dentro do elenco de dispositivos para adequar a legislação brasileira às práticas internacionais destacam-se algumas outras medidas: (i) a criação da conta "ajustes de avaliação patrimonial", no patrimônio líquido, para incorporar as avaliações a valor de mercado dos instrumentos financeiros; (ii) a obrigatoriedade de realização de avaliações periódicas dos ativos permanentes, a fim de verificar a efetiva possibilidade de recuperação dos valores neles aplicados, assim como para ajustar os critérios para cálculo da depreciação; e (iii) o registro no resultado de doações e subvenções governamentais para investimento.

Nas contas de ativo, propõe-se a criação do grupo denominado intangível: bens incorpóreos destinados à manutenção da companhia, inclusive o fundo de comércio adquirido. As novas disposições privilegiam a avaliação de ativos pelo valor recuperável, pelo valor de mercado ou pelo valor presente. Trata-se de um desmembramento do ativo imobilizado, que agora passa a contar apenas com bens corpóreos de uso permanente. Ao intangível cabem os bens incorpóreos destinados à manutenção das atividades da companhia ou exercidos com essa finalidade, como, por exemplo, os direitos de exploração de serviços públicos mediante concessão ou permissão do Poder Público, marcas e patentes, bem como o fundo de comércio adquirido.

### 2.13 Organismos Reguladores

As mudanças que vêm ocorrendo no ambiente sócio-econômico, como, por exemplo, a globalização, a Internet e a velocidade crescente na geração e obsolescência de inovações vêm acentuando a importância e a necessidade de uma aplicação cada vez mais intensiva do conhecimento ao longo da cadeia produtiva, conforme afirmam Stewart e Tidd (1998). A habilidade de desenvolver e alterar produtos freqüentemente com melhores versões é cada vez mais importante em um mundo em que o ciclo de vida dos produtos vem se reduzindo. O tempo de vida de um computador ou televisão pode ser medido em meses e mesmo produtos complexos como motores de carro são produzidos em dois ou três anos, ao invés de consumirem os cinco anos tradicionais.

Um dos instrumentos principais de desenvolvimento de tecnologia é a proteção da propriedade intelectual concedida mediante o registro de marcas, patentes e direitos autorais. Considera-se a instituição de patentes como tendo origem no século XVI, na Inglaterra, embora haja precedentes em Veneza.

O termo origina-se da carta patente real, ou seja, uma autorização real pública, “patente” aí significando para conhecimento público, ao contrário da carta selada, ou seja, privativa para um destinatário específico. Ironicamente a palavra “patente” que significa aberto, exposto, passa a designar o direito exclusivo, portanto fechado, de um direito de uso de uma inovação, conforme Borten (2006). Na sua forma moderna, podemos entender que a partir do século XIX adquire sua feição atual. Por meio desse instrumento, incentiva-se a inovação, permitindo ao autor, inventor ou pesquisador usufruir os benefícios de retorno financeiro sobre suas atividades.

Segundo Borten (2006), o efeito negativo é que se impede, por um certo período de tempo (entre 15 a 20 anos), que outros utilizem essa inovação, a não ser que obtenham licenciamento e paguem por isso. Portanto, um sistema de patentes caracteriza-se positivamente por incentivar a inovação e negativamente por impedir o uso generalizado dessa inovação. É do equilíbrio dessas duas tendências que se consegue um sistema justo e adequado, que realmente incentive a inovação, permitindo um bom retorno financeiro ao inventor, mas ao mesmo tempo um grau adequado (que evidentemente não será o máximo) de difusão de novas tecnologias. No caso de países com fraco desempenho no registro de marcas e patentes predominará o aspecto negativo.

No Brasil o órgão responsável pelo registro de marcas e patentes é o INPI, que será tratado em tópico adiante onde será descrito o seu organograma, atividades e procedimentos para registro de patentes. Segundo o INPI disponível em: (<http://www.inpi.gov.br/menu-esquerdo/instituto/index.htm-new-version>, acessado em junho de 2008):

A pesquisa e o desenvolvimento para elaboração de novos produtos (no sentido mais abrangente) requerem, na maioria das vezes, grandes investimentos. Proteger esse produto por meio de uma patente significa prevenir-se de que competidores copiem e vendam esse produto a um preço mais baixo, uma vez que eles não foram onerados com os custos da pesquisa e desenvolvimento do produto. A proteção conferida pela patente é, portanto, um valioso e imprescindível instrumento para que a invenção e a criação industrializável se torne um investimento rentável. (INPI disponível em: (<http://www.inpi.gov.br/menu-esquerdo/instituto/index.htm-new-version>, acessado em junho de 2008)

No caso da marca, que é todo sinal distintivo, visualmente perceptível, que identifica e distingue produtos e serviços de outros análogos, de procedência diversa, bem como certifica a conformidade dos mesmos com determinadas normas ou especificações técnicas, para o registro é necessário apresentar o pedido ao órgão incumbido do registro que o examinará com base nas normas legais estabelecidas e nos atos e resoluções administrativos.

Além do INPI, escritório brasileiro, existem também escritórios regionais como, por exemplo, *European Patent Organisation* (EPO) e de países, como *United States Patent and Trademark Office* (USPTO), como entidades reguladoras de registros e utilização de patentes e marcas.

A *European Patent Organization*, foi estabelecida na convenção de Concessão de Patentes Européias, na cidade de Munique, em 5 de outubro de 1973 ([www.european-patent-office.org](http://www.european-patent-office.org)) e representa a determinação política dos países europeus para estabelecer um sistema uniforme de patentes na Europa. Para administrar a concessão de patentes foi instituído o *European Patent Office*, que atua em nome de todos os Estados conveniados e que é considerado o braço executivo da *European Patent Organization*, que é uma instituição intergovernamental, cujos membros são dos países signatários. As atividades do *European Patent Office* são supervisionadas por um Conselho Administrativo composto por delegados provenientes dos países conveniados. Atualmente os países membros da *European Patent Organisation* são: Áustria, Bélgica, Suíça, Alemanha, Dinamarca, Espanha, Finlândia, França, Reino Unido, Grécia, Irlanda, Itália, Liechtenstein, Luxemburgo, Mônaco, Holanda, Portugal, Suécia, Turquia, Chipre, Bulgária, República Checa, Estônia, Hungria, Eslovênia, Eslováquia e Romênia. Albânia, Lituânia e República da Macedônia estão no aguardo para tornarem-se membros da *European Patent Organisation*<sup>o</sup>

Em termos americanos foi comemorado em 2002, o Bicentenário da *United States Patent and Trademark Office* (USPTO). Por dois séculos, o *United States Patent Office*, tem desempenhado um papel vital no desenvolvimento científico, técnico e econômico da nação em função da concessão de patentes aos inventores.

Por 200 anos, milhões de inventores procuraram proteger suas invenções por meio do sistema americano de patentes. Estas invenções patenteadas incluem a lâmpada elétrica de Thomas Edison, a máquina de voar de Orville e Wilbur Wright, o arado de aço de John Deere, o uso de óleos de legumes para produzir cosméticos e pintura e a câmara Polaroid de Edwin Land. ([www.uspto.gov/web/patents/howtopat.htm](http://www.uspto.gov/web/patents/howtopat.htm)).

## 2.14 Situação brasileira frente às marcas e patentes

Uma avaliação geral efetuada por Albuquerque (2000) destaca a imaturidade do sistema nacional de inovação e a fragilidade do sistema financeiro brasileiro como fatores condicionantes da situação brasileira frente às marcas e patentes depositadas.

Albuquerque (2000), a partir de estudos abrangentes de Coutinho e Ferraz (1994), Schwartzman (1993) e Coutinho e Suzigan (1990), que apresentam uma avaliação detalhada da estrutura industrial, do sistema de ciência e tecnologia e da infra – estrutura educacional do país destaca, como dado mais revelador e sintético, a porcentagem do PIB brasileiro que é destinado a atividades de P&D (Pesquisa e Desenvolvimento): 0,8%, enquanto que a média dos países do G-7 é de 2,4%, bem como também destaca o desperdício de oportunidades criadas pela infraestrutura pública de pesquisa que é medido pela relação: **atividade científica** e **atividade tecnológica**, denominado de Indicador de Aproveitamento de Oportunidades (IAO).

Este indicador, segundo o autor, permite calcular a participação relativa do País no total de patentes concedidas pelo USPTO, pela participação relativa no total mundial de artigos científicos, para se estabelecer a relação entre ciência e tecnologia, pois, de acordo com esta interação (ciência e tecnologia), é possível avaliar o sistema de inovação, ou seja, estabelecer o nível de interação entre as firmas, universidades e centros de pesquisas, e, neste sentido, o resultado deste indicador posiciona o Brasil com um IAO igual a (0,15), enquanto que nos países mais desenvolvidos como, por exemplo, nos Estados Unidos, onde há um razoável equilíbrio entre as produções científicas e tecnológicas (IAO = 1,5), ou seja, nos sistemas imaturos, a participação do setor científico é razoavelmente superior à produção do setor industrial-tecnológico, determinando o IAO baixo, segundo Albuquerque (2008).

Albuquerque (2000) comenta que um elemento importante da imaturidade do sistema de inovação brasileiro está relacionado à baixa articulação com o sistema financeiro, que não concede linhas de créditos de longa duração, e como o investimento em P&D envolve algumas especificidades técnicas e econômicas que têm determinado a forma de seu financiamento, em função do longo período de maturação, a necessidade de um volume elevado de recursos, os riscos técnicos e de mercado envolvidos geram incertezas, inibindo ambos os lados (instituições de fomento e empresas inovadoras) na oferta de recursos e capacidade de demanda, respectivamente.

Zysman (1983) apud Albuquerque (2000) destaca três sistemas de financiamento do investimento em geral conforme figura abaixo:

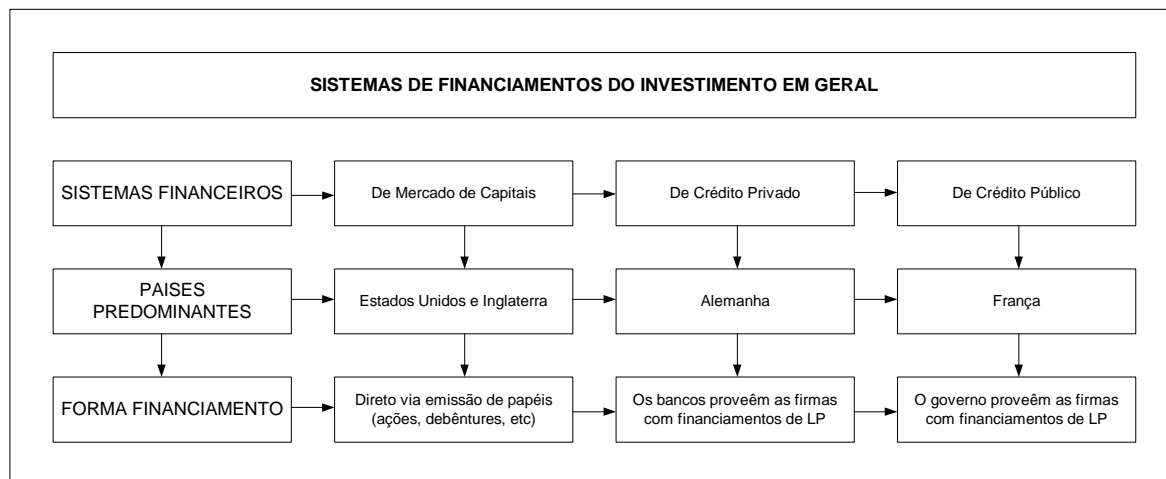


Figura 4 – Sistemas de Financiamentos do Investimento em Geral

FONTE: Baseado em Zysman (1983), *apud* Albuquerque (2000)

Albuquerque (2000) destaca que o Brasil não está enquadrado na taxonomia de Zysman (1983), tendo em vista o sistema financeiro brasileiro não ter vocação para fomento de crédito, em qualquer das versões destacadas: 1) por apresentar reduzido volume de poupança com perfil de longo prazo, 2) pela natureza do perfil dos fundos de investimentos, eminentemente formados por títulos federais, 3) elevada concentração de atividades de investimentos de curto prazo e, 4) percentual baixo de depósitos a prazo do total dos passivos dos bancos comerciais, o que de certa forma não sustenta o crédito de longo prazo. Pode haver outras explicações também, uma vez que o grande número de patentes americanas é devido, em parte, à facilidade de se registrar patentes ali e, no Brasil, o baixo número pode ter alguma influência das dificuldades processuais para o registro de patentes. A exemplo, Emerick (2001, *apud* Souza *et al.*, 2002) também destacam as seguintes razões para o fraco desempenho do Brasil no tocante ao registro de patentes:

- 1) A pesquisa no Brasil começou a ser realmente incorporada pelas principais universidades a partir de 1968 com a Lei de Diretrizes e Bases. Ainda assim a pesquisa acadêmica tradicionalmente se caracteriza pela liberdade de investigação, livre fluxo das informações e divulgação dos conhecimentos gerados, não buscando necessariamente algo comercializável ou para atender ao mercado;
- 2) As universidades possuem níveis hierárquicos frágeis, apresentando resistências a mudanças em diversas instâncias institucionais dificultando o relacionamento entre o gestor e o pesquisador;



- 3) As universidades não possuem regulamentações ou políticas institucionais claras quanto a Propriedade Intelectual e Transferência de Tecnologia;
- 4) O desconhecimento do Sistema de Propriedade Intelectual leva a preconceitos e equívocos (público X privado; divulgar X proteger); e
- 5) A colaboração mais estreita com o setor produtivo é recente e suscita grandes discussões filosóficas e ideológicas, além do que, as universidades ainda encontram-se bastante deficientes para lidar com o patenteamento e com o gerenciamento – rito tecnoburocrático – para atuar com o setor privado. EMERICK, 2001 *apud* SOUZA E SPSZTEJN 2002, p.5)

Por outro lado, Figueiredo (2005) argumenta que indicadores relativos às atividades de P&D e de patentes apenas prevalecem em alguns setores industriais de países tecnologicamente avançados, onde as empresas possuem níveis elevados de P&D e intensiva produção de patentes internacionais, o que não acontece em países em desenvolvimento, onde ocorrem limitações de capacidade tecnológica inovadora, onde laboratórios de P&D são incipientes e não estruturados e onde as estruturas organizacionais destas empresas, dependendo de como são construídas, podem representar o sucesso ou o fracasso de seu engajamento em atividades inovadoras. Segundo o autor, o uso das estatísticas de indicadores convencionais para medir a capacidade tecnológica apenas em um ponto, o tempo, é um problema, ou seja, *tal abordagem estática não permite esclarecer como empresas desenvolveram progressivamente níveis mais profundos de capacidade tecnológica, ou seja, não há exame do processo de acumulação tecnológica.* (FIGUEIREDO, 2005). Por fim, para o entendimento do processo de desenvolvimento tecnológico em economias em desenvolvimento é necessário uma avaliação dos diversos graus de inovação – de básica a complexa – para se entender a dinâmica industrial de economias e regiões em desenvolvimento, afirma Figueiredo (2005).

Como forma de medir a capacidade tecnológica por função e nível de dificuldade, em função do tipo de atividade que a empresa é capaz de realizar por si mesma em diferentes intervalos de tempo, Figueiredo (2005) adaptou o *modelo de estágios de desenvolvimento no contexto de industrialização tardia* a partir de Gerschenkron (1962), que sugere que as capacidades tecnológicas de uma empresa são categorizadas por funções, onde são acumuladas e processadas das categorias mais simples para as mais complexas, *em outras palavras, o modelo permite identificar e medir a acumulação de capacidade tecnológica baseada em atividades que a empresa é capaz de realizar ao longo de sua existência* (FIGUERIREDO, 2005). Com base neste modelo, é possível distinguir capacidades rotineiras (domínio no uso ou operação de certa tecnologia e sistema de produção) de capacitações inovadoras (domínio na adaptação e/ou desenvolvimento de novos processos de produção, sistemas organizacionais, produtos, equipamentos e projetos de engenharia).

Quadro 6 - Modelo Descritivo da Capacidade Tecnológica em Empresas de Economias Emergentes

Níveis de Competência Tecnológica	Funções Tecnológicas e Atividades Relacionadas				
	Investimentos		Processos e Organização de Produção	Produtos	Equipamentos
	Decisão e Controle sobre a Planta	Engenharia de Projetos			
(1) Básico	Decisão sobre localização da planta. Termos de referência	Preparação inicial de projeto. Sincronização de trabalhos de construção civil e instalações.	Coordenação de rotina na planta. Absorção da capacidade da planta. PCP e CQ básicos.	Replicação de aços segundo especificações amplamente aceitas. CQ de rotina. Fornecimento a mercados de exportação.	Reposição de rotina de componentes de equipamento. Participação em instalações e testes de performance.
(2) Renovado	Monitoramento ativo em fontes de financiamento de tecnologia	Serviços de rotineiros de engenharia na plena nova e/ou existente.	Estabilidade do AF e aciaría. Coordenação aprimorada da planta. Obtenção de certificação 9ex.: ISO 9002, QS 9000)	Replicação aprimorada de especificações de aços dados ou próprias. Obtenção de certificação internacional para CQ de rotina.	Manufatura e reposição de componentes (ex.: cilindros) sob certificação internacional (ISO 9002)
<b>CAPACIDADES INOVADORAS</b>					
(3) Extra-básico	Envolvimento ativo em fontes de financiamento de tecnologia.	Planejamento de projeto. Estudos de viabilidade tecnicamente assistidos, para grandes expansões.	Pequenas adaptações e intermitentes em processos, eliminação de gargalos, e alongamento de capacidade.	Pequenas adaptações em especificações dadas. Criação de especificações próprias para aços (dimensão, forma, propriedades mecânicas).	Pequenas adaptações em equipamentos para ajustá-los a matérias-primas locais. Manutenção break-down.
(4) Pré-intermediário	Monitoramento parcial e controle de estudos de viabilidade de expansão, busca, avaliação e seleção de tecnologia e fornecedores	Engenharia de instalações. Expansões tecnicamente assistidas. Engenharia de detalhamento.	Alongamentos sistemáticos de capacidade. Manipulação de parâmetros - chave de processo. Novas técnicas organizacionais (TQCM, ZD, JIT).	Aprimoramentos sistemáticos em especificações dadas. "Engenharia reversa" sistemática. Desenho e desenvolvimento de aços tecnicamente assistidos. Desenvolvimento de especificações próprias.	Reforma de grandes equipamentos (ex.: AF) sem assistência técnica. Engenharia reversa de detalhe e básica. Manufatura de grandes equipamentos.
(5) Intermediário	Monitoramento completo, controle e execução de estudos de viabilidade, busca, avaliação, seleção, e atividades de financiamento.	Engenharia básica de plantas individuais. Expansão da planta sem assistência técnica. Provisão intermitente de assistência técnica.	Aprimoramento contínuo de processo. Desenho de sistemas automatizados estáticos. Integração de sistemas automatizados de processo e PCP. Alongamento rotinizado de capacidade.	Aprimoramento contínuo em especificações próprias. Desenho, desenvolvimento, manufatura e comercialização, de aços completos e de alto valor sem assistência técnica. Certificação para desenvolvimento de produto (ex.: ISO 9001)	Continua engenharia básica e de detalhe e manufatura de palantas individuais (ex.: AF, Sinter). Manutenção preventiva.
(6) Intermediário Superior	Elaboração e execução próprias de projetos. Provisão de assistência técnica em decisões de investimentos.	Engenharia básica planta inteira. Provisão sistemática de assistência técnica em estudos de viabilidade, engenharia de aquisição, de detalhe, básica e partida da planta.	Integração entre sistemas operacionais e sistemas corporativos. Engajamento em processos de inovação baseado em pesquisa e engenharia.	Adição de valor a aços desenvolvidos internamente. Desenho e desenvolvimento de aços extra complexo e de alto valor agregado. Engajamento em projetos de desenho e desenvolvimento com usuários.	Continua e básica e detalhe de equipamento para planta inteira de aço e/ou componentes para outras indústrias. Assistência técnica (ex.: reforma de AF) para outras empresas.
(7) Avançado	Gestão de projetos de classe mundial. Desenvolvimento de novos sistemas de produção via P&D	Engenharia de classe mundial. Novos desenhos de processos e P&D relacionado.	Produção de classe mundial. Desenhos e desenvolvimento de novos processos baseados em E e P&D.	Desenho e desenvolvimento de produtos em classe mundial. Desenho original via E, P e D.	Desenho e manufatura de equipamentos de classe mundial. P&D para novos equipamentos e componentes.

NOTA: E = Engenharia; PCP = Planejamento e controle de produção; CQ = Controle de qualidade; AF = Alto forno.

Fonte: FIGUEIREDO, (2005, p. 60)

Estabelecendo um paralelo entre as afirmações dos autores citados anteriormente, que enfatizam a necessidade de indicadores que possam medir o processo de acumulação tecnológica para países em desenvolvimento, a necessidade de ampliação dos gastos nacionais com P&D e uma maior participação da iniciativa privada no fomento de investimentos, com a própria Lei da Inovação (Lei 10.973 de 2004), percebe-se três domínios dentro deste contexto: o **tecnológico** (sistema educacional e laboratórios de P&D), o **econômico** (formas das unidades produtivas) e o das **instituições sociopolíticas** (que facilitam ou obstam o desenvolvimento tecnológico). Neste sentido a Lei de Inovação teve o mérito de melhorar os processos internos as ICTs e os relacionados aos pesquisadores, bem como facilitar os trâmites quando da cooperação tecnológica com o setor privado, pois estabeleceu a subvenção econômica, implantou um regime fiscal mais favorável para empresas que realizam inovação por meio da Lei 11.196, de 2005, a chamada “MP do Bem” (MP 255), além do benefício da dedução automática das despesas de P&D&I (pesquisa, desenvolvimento e inovação) do Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) e Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido (CSLL) no exercício que ocorreram essas despesas, e se seus projetos apresentarem patentes, apesar de só alcançar as empresas que operam contabilmente no regime de lucro real.

Segundo informações do USPTO, mesmo com o surgimento da Lei de Inovação e a Lei do Bem, as próprias linhas de crédito oferecidas pelo BNDES, disponível em: (<http://www.bndes.gov.br/inovacao/default.asp> acessado em junho de 2008), o desempenho tecnológico do Brasil frente aos demais países em desenvolvimento ainda é modesto, pois o país encontra-se posicionado no 29º lugar, onde encerrou 2007 com um saldo de apenas 90 patentes, concedidas nos EUA contra 1.121 para a China, 545 para a Índia e 158 para a Malásia, ou seja, foi registrado um número inferior a uma patente por milhão de habitantes (próximo da posição do México e do Panamá), e o Estado de São Paulo registra mais de uma patente por milhão de habitante, com posição superior à produção tecnológica de Portugal e da Rússia.

Mas o que chama atenção é que, acima da questão do ranking, o desempenho que apresentamos é incompatível com a dimensão de nossa indústria e economia. É um resultado que evidencia o equívoco das nossas políticas públicas de fomento à inovação, que se confundem com políticas de apoio à ciência e às universidades, mesmo considerando as atuais linhas de financiamento e apoio à inovação, disponíveis no BNDES, conforme apresentado no Quadro 7 abaixo.

Quadro 7 – Linhas de Financiamento e Apoio à Inovação do BNDES

<b>Linha de Crédito</b>	<b>Características Básicas</b>
Capital Inovador	Apoio financeiro às empresas para construção da infra-estrutura física e do capital tangível e intangível necessários à realização de atividades de inovação, mediante financiamento de longo prazo e/ou subscrição de valores mobiliários, com valor mínimo a partir de (R\$1.000.000,00) ao custo de TJLP mais Taxa de risco, que varia entre 0,46% e 3,57%, com nível de participação do BNDES nos itens financiáveis, de 100% para MPME até 80% para Grandes Empresas.
Inovação Tecnológica	Apoio financeiro a projetos de pesquisa, desenvolvimento e inovação, com risco tecnológico e oportunidade de mercado, compreendendo o desenvolvimento de produtos e/ou processos novos (pelo menos para o mercado nacional) ou significativamente aprimorados, com valor mínimo para apoio: R\$ 1 milhão. Para operações mistas, o valor mínimo de R\$ 1 milhão deve ser entendido como a soma de todos os instrumentos financeiros (renda fixa e renda variável). O custo financeiro envolve taxa de juros na ordem de 4,5% a.a., com prazo até 14 anos para pagamento e nível de participação do BNDES em até 100% dos itens financiáveis.
Funtec	O Fundo Tecnológico - FUNTEC destina-se a apoiar financeiramente projetos que objetivam estimular o desenvolvimento tecnológico e a inovação de interesse estratégico para o País, em conformidade com os Programas e Políticas Públicas do Governo Federal, e financia a fundo perdido até 90%.
Criatec	O Foco do Fundo é de investimentos em empresas inovadoras que atuem nos setores de TI, Biotecnologia, Novos Materiais, Nanotecnologia, Agronegócios e outros;

Fonte: Adaptado de BNDES, disponível em: (<http://www.bndes.gov.br/inovacao/default.asp> acessado em junho de 2008).

Considerando os principais conceitos e classificação de marcas, segundo a literatura pesquisada, a fidelidade e a visão da equidade de uma marca, vantagens e desvantagens, a importância da mensuração do valor da marca, as características legais que norteiam os procedimentos de avaliação, os aspectos econômicos envolvendo a avaliação da marca, as mudanças ocorridas na legislação contábil que trouxe uma novidade, a possibilidade do reconhecimento contábil do valor da marca nos balanços das empresas, o destaque da atual situação brasileira frente ao registro de marcas e patentes junto ao INPI, no capítulo seguinte, apresentaremos as metodologias de avaliação de marcas, segundo a literatura pesquisada.

## Capítulo III

### METODOLOGIA PARA MENSURAÇÃO DO VALOR DA MARCA

#### 3.1 Introdução às metodologias de avaliação do valor da marca

Quanto vale uma determinada empresa? Se a avaliação de um único ativo ou investimento gera inúmeros questionamentos e até alguma discordância quanto à metodologia adequada, o processo de avaliação de uma empresa, composta por inúmeros ativos, tangíveis e intangíveis, onde, interagem interesses conflitantes é mais complexo e delicado. Segundo a teoria de finanças, um analista ao avaliar uma empresa; deve procurar alcançar um valor econômico justo, ou seja, um valor que represente de modo equilibrado as potencialidades e perspectivas da empresa, tal avaliação, porém, apesar de se utilizar de métodos e modelos quantitativos, não se processa exclusivamente mediante os fundamentos de uma ciência exata, não permitindo, portanto, a comprovação absoluta dos resultados, pois trabalha com premissas e hipóteses comportamentais.

Os vários modelos e métodos de avaliação de empresas podem ser utilizados em conjunto ou separadamente, porém, nenhum método isolado pode ser considerado o correto, inquestionável ou exato. Todavia, existem métodos de avaliação mais consistentes que, de acordo com as premissas da avaliação, podem se revelar tecnicamente mais adequados dadas a circunstância de avaliação e a qualidade das informações disponíveis. É importante frisar que a qualidade de uma avaliação é diretamente proporcional à qualidade dos dados, das informações e do tempo despendido em compreender a empresa avaliada. Dessa forma, o foco do analista deve centrar-se no processo de avaliação em si e não em seu resultado final.

O crescente número de fusões e aquisições em uma economia globalizada, o processo brasileiro de privatizações, o grande número de processos judiciais de cisão, de dissolução parcial ou total de sociedades, além das enormes oscilações de preços das ações em bolsas de valores no Brasil e no mundo, principalmente nas ações das empresas da nova economia, bem como a acirrada concorrência de mercado são razões que justificam a elaboração de trabalhos acadêmicos sobre avaliação de empresas.

Conforme pesquisa de jurisprudência realizada junto ao STJ - Superior Tribunal de Justiça do Brasil - constatou-se um avanço e consolidação de um conceito de avaliação de sociedades em funcionamento, chamado Balanço de Determinação<sup>1</sup>, segundo o art. 103 do CC/2002. Apesar de ainda não normatizado pelo Conselho Federal de Contabilidade ou por qualquer órgão de perícia técnica contábil, o Balanço de Determinação vem sendo indicado pelos magistrados como metodologia de apuração de valor de empresas e de haveres judiciais junto aos seus acionistas e quotistas em processos de cisão ou dissolução parcial de sociedades.

A elaboração deste texto justifica-se, portanto, por apresentar, segundo as teorias de finanças, as principais metodologias de avaliação de empresas e pela possibilidade de poder compará-las em seus conceitos com o Balanço de Determinação, explorando as diferenças conceituais e suas dificuldades de aplicação, sempre em busca de uma maior aderência entre a teoria e a prática.

### 3.2 Conceitos de Valor e Preço

A diferenciação entre valor e preço é de vital importância para a compreensão do processo de avaliação de empresas. Conforme Paiva (2001, p. 2), *“No campo econômico, ‘valor’ pode ser entendido como a apreciação feita por um indivíduo (num dado tempo e espaço), da importância de um bem, com base em sua utilidade (objetiva e subjetiva).”*

Portanto, é o grau de utilidade de um bem, dentro de uma escala de preferência do consumidor, que determina o seu valor. Assim, como preferência dos seres humanos e grau de utilidade de um bem não são fatores claramente definidos e mensuráveis, não se consegue fugir de certa subjetividade na determinação de valores de ativos.

De acordo com os objetivos da avaliação e as informações disponíveis, pode-se calcular vários “valores” diferentes, numérica e conceitualmente, para as empresas, conforme os métodos de avaliação que serão apresentados a seguir. São exemplos: **Valor Contábil ou Book Value; Valor de Mercado da Empresa em Bolsa de Valores, Valor Econômico da Empresa**, dentre outros.

---

<sup>1</sup> Balanço ajustado ou de determinação, ou balanço especial para apuração de haveres são sinônimos. É o balanço determinado pela justiça, ponto determinado pelo Dr. Juiz, ou seja, a direção que o perito deve observar que não segue necessariamente os rigores, parametrização, do balanço contábil, pois tem a inclusão de todos os ativos e passivos ocultos, independente de norma legal/contábil, principalmente a reavaliação de imobilizado e avaliação de marcas. (Grifo nosso)

É fundamental a diferenciação, neste momento, do que representa o Valor Econômico da Empresa e o Valor da Empresa para seu Acionista. Copeland; Koller e Murrin (2000) definem o valor econômico da empresa da seguinte forma:

**Valor Econômico da Empresa = Valor Presente dos Fluxos de Caixa + Valor Residual ou Valor da Perpetuidade + Valor de Mercado dos Ativos não Operacionais**

**Valor da Empresa para o Acionista = Valor Econômico da Empresa – Valor de Mercado dos Passivos de Longo Prazo (Capital de Terceiros Oneroso)**

Fonte: Copeland, Koller, Murrin (2000, p.169)

Esta separação é de vital importância, pois o valor de uma empresa apurado por este método é determinado pelo fluxo de caixa futuro de suas operações, porém, isto não significa que este fluxo pertença apenas aos acionistas da empresa, mas, também, aos demais credores que co-financiam os ativos operacionais que gerarão tais fluxos.

Assim sendo, enquanto o valor é relativo e depende de vários fatores, muitos deles subjetivos, o preço é único, exato e preciso, e reflete fielmente a mensuração financeira de uma transação de compra e venda de determinada empresa.

Todavia, o preço apenas será definido como conclusão do processo de negociação, entre o desejo dos compradores e as expectativas dos vendedores, que utilizarão suas mensurações de valor como referencial para a tomada de decisão, em um processo onde, sem uma idéia mais coerente desse valor da empresa, passam a preponderar fatores de ordem emocional e interesses especulativos.

Conforme a literatura de finanças corporativas, o processo de avaliação de empresas consiste na busca de um valor econômico, ou seja, um valor que expresse o potencial de geração futura de riqueza da empresa. Ainda segundo Martinez (1999), não existe um valor “correto” para um negócio. O valor deve ser determinado para um propósito específico e considerar as perspectivas das partes na transação. Damondaran (1997) complementa, demonstrando que qualquer percepção que o analista trouxer ao processo de avaliação, acabará por se incorporar ao “valor”. Com propriedade, Falcini (1995) afirma que:

Uma avaliação econômica, ao contrário do que possa parecer, não é uma fixação concreta de um preço ou valor específico de um bem, mas é uma estimativa de base, uma tentativa de estabelecer, dentro de uma faixa, um valor referencial de tendência, em torno do qual atuarão as forças de mercado. (FALCINI, 1995. p. 15).

O mesmo ocorre na apuração de haveres, mediante a elaboração do Balanço de Determinação. Esse processo não visa a fixação de um “preço” para a sociedade, mas sim, a busca de um valor justo, que reflita com propriedade as características e os diferenciais da empresa avaliada.

Damondaran (1997) afirma que a avaliação não é uma ciência, portanto não representa a busca objetiva de um valor verdadeiro no qual os idealistas gostariam que se tornasse e, apesar dos modelos serem quantitativos, a qualidade dos dados de entrada deixam margem suficiente para julgamentos subjetivos, ou seja, estes dados podem sofrer os efeitos das tendências que forem inseridas no processo.

Um outro aspecto importante, afirma o autor, diz respeito à qualidade do fluxo de informações para o mercado financeiro, o que exige manutenção constante, de forma que uma avaliação possa ser atualizada com as informações correntes, sem prejuízo de distorções do seu valor e torna-se mais relevante em função das pressuposições que são feitas quanto ao futuro da empresa e da economia, e, basicamente, estas pressuposições interferem nas avaliações conflitando o valor de mercado com o valor da avaliação. Por este motivo existem duas precauções que devem ser levadas em consideração; uma relacionada ao avaliador e a outra relacionada ao investidor; a primeira diz respeito à qualidade de uma avaliação que, segundo Damondaran (1997), será diretamente proporcional ao tempo gasto em reunir dados e na compreensão da empresa a ser avaliada, a segunda, diz respeito ao valor da avaliação, que pode ser sub-avaliado ou super-avaliado em relação ao preço de mercado e obrigatoriamente poderá levar investidores a análises mais detalhadas, daí a importância de se avaliar algumas introspecções valiosas que podem ajudar a responder algumas perguntas fundamentais.

### 3.3 Particularidades sobre Avaliação de Empresas

O processo de avaliação de uma empresa é complexo, envolvendo variáveis subjetivas e ferramental técnico, em que a qualidade das informações utilizadas é condição *sine qua non* para a eficiência do produto final.



Assim sendo, antes de se determinar os métodos de avaliação que serão aplicados é fundamental a elaboração preliminar de um diagnóstico preciso da empresa avaliada, o contexto macroeconômico no qual ela está inserida, seu setor de atuação, seu mercado consumidor, seu desempenho passado e atual, seus aspectos econômicos e financeiros, sociais, jurídicos, fiscais, comerciais, tecnológicos e técnicos.

A profundidade dessas análises depende das peculiaridades de cada caso, do tamanho do negócio avaliado e da disponibilidade de informações. Em processos de fusões e aquisições, procedimentos de levantamento patrimonial e contábil para avaliação de empresa em casos de dissolução societária são efetuados como forma de obtenção de informações que possam afetar o futuro da empresa e conseqüentemente seu fluxo de caixa e seu valor econômico.

### 3.4 Métodos de Avaliação de Empresas

Existe um vasto número de métodos para avaliar empresas que oscilam de acordo com o propósito da avaliação, as características da empresa avaliada e a confiabilidade das informações disponíveis. Segundo Martinez (1999, p.3), *“Na prática, usualmente, o avaliador utiliza-se de vários métodos e pondera seu resultado para o caso, chegando a um valor que represente a melhor estimativa possível do valor econômico da empresa.”* Já Damondaran (1997) diz não existir um modelo considerado melhor, e que o modelo adequado para uso em um cenário específico dependerá de uma variedade de características da empresa que está sendo avaliada. E conclui afirmando que:

A infeliz verdade é que o inverso é freqüentemente verdadeiro. Tempo e recursos são gastos tentando fazer com que os ativos se encaixem em um modelo de avaliação pré-especificado, ou porque ele é considerado o melhor modelo, ou porque não se pondera o suficiente sobre a escolha do modelo. (DAMONDARAN, 1997, p. 302)

Ressalte-se que os métodos apresentados não são substitutos uns dos outros, mas complementares entre si, pois cada um deles atende a determinados objetivos e análises, devendo o analista, sempre que possível, utilizá-los em conjunto e não isoladamente, como demonstra Martins (2001) ao afirmar que todos os métodos buscam evidenciar o mesmo objetivo (o patrimônio), por meio das mesmas mutações (os resultados), sendo a integração dos métodos absolutamente viável na teoria e na prática.

### 3.4.1 *Avaliação Patrimonial Contábil*

Método baseado nas demonstrações financeiras da empresa, ou seja, em seus números contábeis, e, por meio dele, apura-se que o valor da empresa é o valor de seu próprio patrimônio líquido. É também chamado de valor patrimonial da empresa ou *Book Value*.

Entre os fatores que dificultam a utilização deste método, Ornelas, (2001) destaca:

1. As demonstrações contábeis, normalmente, estão baseadas em custos históricos, não atribuindo aos ativos seus valores correntes;
2. A contabilização, de acordo com o princípio de competência, associada com os conceitos da realização de receitas e da confrontação de despesas, torna a contabilidade desbalanceada com relação a alguns direcionadores de valor como o conceito do valor do dinheiro no tempo e do risco associado;
3. Existem várias operações que não são registradas nas demonstrações contábeis tradicionais, que, entretanto, são muito relevantes para apuração do valor econômico de uma empresa, como operações de arrendamento mercantil, derivativos, garantias oferecidas, entre outras, além, é claro, de grande parte dos chamados ativos intangíveis, em especial o *Goodwill*, que será destacado adiante.(ORNELAS, 2001, p.139)

O autor conclui ainda que, apesar de suas limitações descritas, a situação contábil de uma empresa e, em consequência, seu valor patrimonial são informações úteis, como ponto de partida para a análise econômica e financeira da empresa.

### 3.4.2 *Avaliação Patrimonial de Mercado*

A avaliação patrimonial de mercado é um método que consiste na valoração de todos os ativos e passivos da empresa à valores de possível realização, dado o tempo disponível para tal realização, utilizando-se de valores de entrada e de saída, ou seja, leva em consideração capacidade de liquidez dos ativos frente à necessidade de realização dos passivos, para efeito de apuração do valor patrimonial de mercado.

De acordo com Martins (2001, p. 269), “os valores de entrada ou saída são aplicados de acordo com a natureza e a intenção de uso de cada item.”. São exemplos: Estoque de Matéria Prima – Custo de reposição; Contas a Receber – Valor presente do recebimento futuro; Passivo Exigível – Ajustado a seu valor de mercado condições do crédito e taxas de juros acordada.

Assim sendo, por este método o valor da empresa seria dado pela seguinte equação do Valor da Marca abaixo:

$$\text{Valor da Empresa} = \text{Valor dos Ativos Ajustados} - \text{Valor dos Passivos Ajustados}$$

Fonte: Ornelas (2001)

Este método também estabelece uma relação em outras palavras entre o preço e o valor contábil, ou seja, o preço original do ativo e do passivo menos a depreciação permitida de acordo com a legislação contábil e fiscal. Damondaran, (2003, p. 394), *como o valor contábil de um ativo reflete seu custo original, ele pode se desviar significativamente do valor de mercado se o poder de realização dos lucros do ativo tiver aumentado ou declinado consideravelmente desde sua aquisição*, e neste sentido destaca algumas vantagens e desvantagens no uso deste método, conforme Quadro 8:

Quadro 8 - Vantagens e Desvantagens do Método de Valor Contábil contra Valor de Mercado

VANTAGENS	DESVANTAGENS
O valor contábil é uma medida estável e intuitiva;	Os valores contábeis, assim como os lucros, são afetados pelas decisões contábeis sobre depreciação e outras variáveis;
É uma referência muito mais simples para comparação, em relação às estimativas dos fluxos de caixas descontados;	Quando as normas contábeis variam muito entre as empresas este método pode não permitir uma boa comparação;
Por ser originado de normas contábeis, os resultados podem ser comparados com outras empresas, devido ao padrão das normas contábeis;	O valor contábil não tem muito significado para empresas de serviços que não têm ativos fixos significativos;
Permite a mensuração até para as empresas com lucros negativos, que não podem ser avaliadas utilizando-se índices preço/lucro;	O valor contábil do patrimônio líquido pode se tornar negativo se uma empresa tiver uma série sustentada de lucros negativos, levando a um índice também negativo;

Fonte: Damondaran (2003, p. 394)

Outro aspecto mencionado por Damondaran (2003) diz respeito ao risco de se focar o retorno corrente sobre o patrimônio líquido em um ambiente competitivo, pois, devido a constantes mudanças neste cenário, estes resultados podem levar a erros significativos na avaliação, decorrentes da diferença entre o retorno sobre o patrimônio líquido e a taxa de retorno exigida. Na prática, segundo o autor, esta diferença é a medida da capacidade da empresa de obter lucros acima do normal no negócio em que atua.

Damondaran (2003) sugere o modelo das cinco forças da concorrência, desenvolvido por Porter ver Figura 5 a seguir onde é possível identificar a duração esperada desses lucros adicionais e, conseqüentemente, o elevado retorno sobre o patrimônio líquido, em função das barreiras significativas à entrada de novas empresas ou de concorrentes, por isto a necessidade de se avaliar o ambiente competitivo em que a empresa atua.

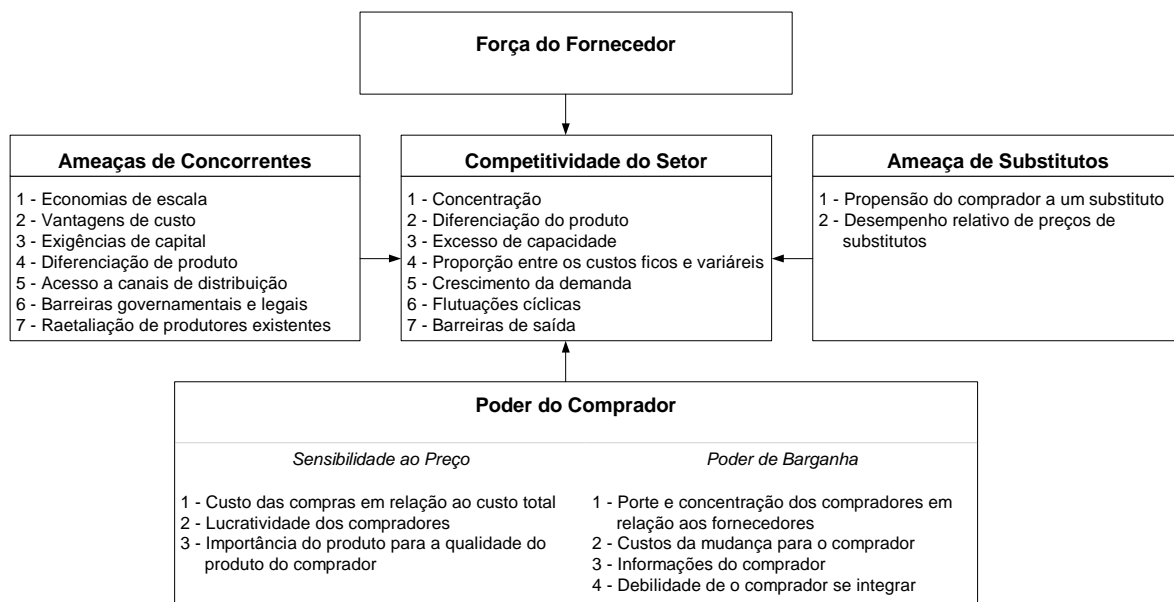


Figura 5 – Determinantes do Retorno sobre o Patrimônio Líquido

Fonte: Damondaran (2003, p. 407)

### 3.4.3 Avaliação com Base no Valor das Ações em Bolsas de Valores

Trata-se de um método simples, válido apenas para sociedades anônimas de capital aberto, que têm suas ações não apenas negociadas em bolsa de valores, mas também com expressiva liquidez de mercado, que elimina oscilações especulativas de seu preço.

Por meio deste método, o valor da empresa é calculado pela seguinte equação do Valor da Empresa, que tem como premissa básica a Teoria de Eficiência do Mercado e apura o chamado Valor de Mercado da Empresa.

**Valor da Empresa = (Cotação das Ações Ordinárias X Qtde. Ações Ordinárias**

**Emitidas) + (Cotação das Ações Preferenciais X Qtde. Ações Preferenciais Emitidas)**

Fonte: Ornelas (2001)

#### 3.4.4 *Método de Avaliação com Base no Fluxo de Caixa Descontado*

Considerado o método de avaliação que atende com maior rigor aos enunciados da teoria de finanças, pois revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de uma empresa, esta metodologia vem sendo amplamente adotada pelos mercados financeiros e de capitais e pelas empresas em processos de fusões e aquisições.

A fundamentação conceitual deste método se baseia na teoria de que o valor de um negócio é função dos benefícios futuros que ele irá produzir, ou seja, sua capacidade de geração de riqueza futura, mantido o grau de risco de seus ativos operacionais.

A essência deste método consiste em projetar futuros fluxos de caixa operacionais e trazê-los a valor presente por uma taxa de desconto apropriada, que mensure o risco inerente a estes fluxos e o custo de oportunidade dos capitais. Por trabalhar com expectativas futuras, naturalmente, observa-se que a grande dificuldade deste método está em prever com exatidão e antecedência o comportamento futuro destas relevantes variáveis. São variáveis-chaves neste método de avaliação: o fluxo de caixa da atividade, o horizonte de projeção deste fluxo, o valor residual da empresa ou valor da perpetuidade e a taxa de desconto destes fluxos de caixa.

#### 3.4.5 *Fluxo de Caixa Livre Operacional (Free Operating Cash Flow)*

Encontramos no fluxo de caixa operacional da empresa o melhor indicador de capacidade de geração de riqueza, com clara evidência da eficiência de determinado negócio, pois o fluxo de caixa supera as dificuldades inerentes ao lucro contábil, retratando fielmente o potencial da empresa, inclusive o Fundo de Comércio (*Goodwill*). Para fins de avaliação, recomenda-se o cálculo do Fluxo de Caixa Livre Operacional (FCL), pois, segundo Damondaran (1997), o FCL é o fluxo de caixa gerado pelas operações da empresa após os impostos e que se encontra disponível para os credores e os acionistas.

Deve-se calcular o FCL antes dos pagamentos das dívidas (principal e juros) e após as variações nos investimentos em ativos permanentes e de capital de giro. Exemplo de demonstração de cálculos do fluxo de caixa livre para empresa não alavancada e empresa alavancada ver a Figura 6 a seguir, o modelo de fluxo de caixa para empresas não alavancadas, que utilizam mais capital próprio do que de terceiros (bancos) para financiar suas atividades operacionais.

<b>Modelo Fluxo de Caixa Empresa Não Alavancada</b>	
	Receita
(-)	Despesas Operacionais
=	Lucros antes do pagamento de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA)
(-)	Depreciação e Amortização
=	Lucros antes do pagamento de juros e impostos (EBIT)
(-)	Impostos
=	Lucro Líquido
+	Depreciação e Amortização
=	Fluxos de Caixa Provenientes de Operações
(-)	Desembolsos de Capital
(-)	Variação do Capital de Giro
=	Fluxo de Caixa Líquidos do Acionista (FCFE)

Figura 6 – Modelo Fluxo de Caixa Empresa não Alavancada

Fonte: Damondaran (1997, p. 124)

A Figura 7, abaixo, representa o modelo de fluxo de caixa para empresas alavancadas, ou seja, para situações onde a empresa está tomada por recursos de terceiros no financiamento de suas atividades operacionais.

<b>Modelo Fluxo de Caixa Empresa Alavancada</b>	
	Receita
(-)	Despesas Operacionais
=	Lucros antes do pagamento de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA)
(-)	Depreciação e Amortização
=	Lucros antes do pagamento de juros e impostos (EBIT)
(-)	Despesas com Juros
=	Lucros antes dos Impostos
(-)	Impostos
=	Lucro Líquido
+	Depreciação e Amortização
=	Fluxos de Caixa Provenientes de Operações
(-)	Dividendos Preferenciais
(-)	Variação do Capital de Giro
(-)	Pagamento do Principal
+	Entradas de Caixa Decorrentes de Novas Dívidas
=	Fluxo de Caixa Líquidos do Acionista (FCFE)

Figura 7 – Modelo Fluxo de Caixa Empresa Alavancada

Fonte: Damondaran (1997, p. 127)

Para reforçar a importância da geração de fluxo de caixa na empresa, pode-se finalizar com o que dizem Copeland; Koller e Murrin (2001):

Os administradores que usam a técnica do Fluxo de Caixa Descontado para avaliar suas empresas, priorizando o aumento do fluxo de caixa de longo prazo, em última análise, serão recompensados com os preços mais altos de suas ações. As evidências do mercado são conclusivas. Uma abordagem simplista do lucro contábil levará a decisões que destruirão valor. (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2001, p. 85)

No contexto da avaliação em que fluxos de caixa em um horizonte de longo prazo são descontados ao valor presente a média geométrica oferece uma melhor estimativa do prêmio de risco. Segundo Damodaran (1997) este percentual fica em torno de 5,50% a título de prêmio. O autor afirma que há três fundamentos que determinam o tamanho do prêmio:

Variância na economia subjacente: Prêmios de risco serão maiores em economias às quais se associa maior grau de volatilidade. Desta forma, os prêmios em mercados emergentes, com suas economias de maior crescimento e maior risco, serão maiores do que os prêmios em mercados desenvolvidos.

Risco político: Os prêmios de risco serão mais altos naqueles mercados onde há potencial para instabilidade política, que se traduz em instabilidade econômica.

Estrutura do mercado: Há alguns mercados em que o prêmio de risco para o investimento em ações será mais baixo porque as empresas listadas na bolsa são grandes, diversificadas e estáveis (a Alemanha e a Suíça são bons exemplos). De modo geral, à medida que empresas menores e com maior grau de risco entram no mercado o prêmio médio de risco para o investimento em ações aumentará. (DAMONDARAN, 1997, p. 62)

Tais fundamentos, segundo o autor, apontariam para um prêmio maior em mercados que agregam um maior grau de risco e um prêmio menor em mercados com menor grau de risco, como pode ser observado na Tabela 1, abaixo:

Tabela 1 – Características do Mercado Financeiro no Prêmio de Risco

Características do Mercado Financeiro	Prêmio sobre a Taxa de Bônus do Governo
Mercados emergentes com risco político (mercados SUL-AMERICANOS e do LESTE EUROPEU)	8,50%
Mercados emergentes (Mercados asiáticos que não o JAPÃO e MÉXICO)	7,50%
Mercados desenvolvidos com muitas ações listadas em bolsa (EUA, JAPÃO e REINO UNIDO)	5,50%
Mercados desenvolvidos (Mercados da Europa Ocidental que não a ALEMANHA e SUÍÇA)	4,50% - 5,50%
Mercados desenvolvidos com bolsas limitadas e economias estáveis (ALEMANHA e SUIÇA)	3,50% - 4,00%

Fonte: Damondaran, (1997, p. 63)

### 3.4.5.1 Cálculo do Valor da Marca pelo Fluxo de Caixa Livre

Pelo método do fluxo de caixa livre, o valor da empresa é calculado levando-se em consideração o custo médio ponderado do capital (WACC) que é definido a partir de uma taxa livre de risco em vigor, levando-se em consideração o retorno esperado sobre o índice de mercado e o beta do ativo objeto de análise. Conceitualmente, considera-se que:

$$\text{Taxa de Desconto} = \text{Taxa Livre de Risco} + \text{Risco país} + (\text{beta} \times \text{Prêmio por risco de mercado})$$

Fonte: Martinez, (1999, p. 269)

O custo do capital é a média ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento, incluindo dívida, patrimônio líquido e títulos híbridos, utilizados por uma empresa para financiar suas necessidades financeiras. A partir desse conceito, a fórmula do WACC é a seguinte:

$$\text{WACC} = \frac{D}{(D+E)} (K_d) (1-t) + \frac{E}{(D+E)} (K_e)$$

<b>REF</b>	<b>DESCRIÇÃO</b>
D/(D+E)	Participação do capital de terceiros no capital total da empresa
T	Taxa de impostos
E/(D+E)	Participação do capital próprio no capital total da empresa
K <sub>e</sub>	Custo do capital próprio - K <sub>e</sub> = R <sub>f</sub> + R <sub>c</sub> + (R <sub>m</sub> - R <sub>f</sub> ) x beta
R <sub>f</sub>	Taxa livre de risco
R <sub>c</sub>	Taxa de risco do país
(R <sub>m</sub> - R <sub>f</sub> )	Prêmio de risco de mercado
Beta	Volatilidade da empresa em relação ao mercado (sensibilidade da variação das ações da empresa em função da variação geral do mercado acionário)

Fonte: Adaptado de COPELAND, KOLLER, MURRIN (2000, p, 206).

A Tabela 2, a seguir, apresenta, segundo Damondaran (1997), o valor do ROA e BETA por segmento industrial.



Tabela 2 – Classificação do BETA por Setor

SETOR	ROE %	ROA %	BETA
Produtos Agrícolas	15,28	11,78	0,74
Mineração	11,70	9,03	0,64
Produção & Refino de Petróleo	13,35	10,08	0,59
Construção Civil & Áreas Correlatas	11,84	10,09	1,08
Produção de Alimentos	17,31	13,03	0,85
Bebidas	17,55	12,80	0,95
Fumo	32,65	19,22	1,11
Têxtil & Vestuário	13,45	11,41	0,98
Móveis	14,73	12,52	0,93
Produção de Papel & de Plásticos	15,48	11,41	1,03
Editorial	17,34	13,44	0,99
Químico	18,64	13,89	1,34
Farmacêutico	28,40	20,82	1,36
Bens de Consumo	28,81	18,60	1,06
Automobilísticos & Correlatos	18,12	13,31	0,99
Fabris Diversos	16,42	12,72	1,07
Equipamentos	13,90	11,01	1,02
Computadores & Equipamentos de Escritório	14,84	12,14	1,27
Eletrônicos de Consumo	15,00	12,60	1,26
Outros Bens de Consumo Duráveis	17,51	14,15	1,08
Transportes	12,79	9,51	1,10
Serviços Telefônicos	16,10	11,38	1,20
Entretenimento (Televisão & Cinema)	23,00	14,64	1,20
Serviços de Eletricidade & Gás	11,41	8,25	0,58
Atacadista	16,50	12,82	1,08
Varejista	14,04	11,38	1,19
Restaurante & Similares	17,51	13,83	1,20
Bancário & Financeiro	17,09	13,83	1,23
Seguros	23,62	18,22	0,85
Imobiliário	19,69	14,43	0,69
Outros Serviços	18,11	13,34	1,05
Software & Serviços Correlatos	20,66	19,31	1,33
Serviços de Saúde	14,33	12,02	1,32
<b>MÉDIA</b>	<b>15,44</b>	<b>11,63</b>	<b>1,03</b>

Fonte: Damondaran (1997. p, 103)

<b>REF</b>	<b>DESCRIÇÃO</b>
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido ( <i>Return Over Share Capital</i> ) ROE = Lucro Líquido/Patrimônio Líquido
ROA	Retorno sobre o Ativo ( <i>Return Over Asset</i> ) ROA = Lucro Líquido/Ativo Total
BETA	Indica a relação entre o retorno de um ativo e o retorno do mercado

### 3.4.5.2 Horizonte de Projeção e Valor da Perpetuidade

Uma empresa, diferentemente de seus projetos, espera que tenha vida infinita e, portanto, continue a operar por períodos mais longos do que os projetados nos fluxos de caixa. Dessa forma, a avaliação deve ser efetuada em dois períodos distintos: *i*) abrange o horizonte de tempo viável de projeção dos fluxos de caixa operacionais; *ii*) abrange o período após o horizonte de projeção acima mencionado.

Assim, o fluxo de caixa de uma empresa deve ser projetado pela quantidade de anos sobre os quais, consegue-se prever com razoável confiança o comportamento das principais variáveis operacionais relevantes. Pode-se citar como variáveis relevantes os preços dos produtos e serviços, o volume de vendas, o custo de matérias primas e serviços, despesas operacionais e outros. A experiência prática tem demonstrado que a maioria das avaliações técnicas trabalha com períodos de projeção entre 5 e 10 anos.

Considera-se como valor residual da empresa ou valor da perpetuidade, os fluxos de caixa não cobertos pelo período de projeção. Alguns autores estimam o valor da perpetuidade a partir do fluxo de caixa livre do último período de projeção, outros pressupõem que na perpetuidade o  $ROI = CMPC$ , e, desta forma, calculam o FCL a partir do Lucro Operacional estimado, para que esta igualdade se mantenha após o período de projeção. O período pós-horizonte de projeção para o infinito pode ser dotado ou não de crescimento, a critério do avaliador e da empresa avaliada.

### 3.4.5.3 Taxa de Desconto, Conceito e Cálculo de Custo de Capital

Uma das técnicas mais difundidas para avaliação de empresas é o método do Fluxo de Caixa Descontado e esta metodologia leva em consideração que o valor econômico de uma empresa é determinado pela sua capacidade de geração futura de recursos, ou seja, o retorno que o investidor poderá obter caso adquira parte da empresa.

Essa avaliação é importante porque nem sempre o valor econômico, ou valor intrínseco, de uma empresa assemelha-se ao seu valor de mercado, ou seja, quando um investidor compra ações que se encontram abaixo do valor potencial, espera-se que haja uma valorização do título, um ganho de capital ou mais valia do retorno do investimento em ações e quando as ações passam a ter preços acima do valor intrínseco a venda das ações passa a ser prioridade.

O valor intrínseco de uma empresa é obtido por meio do desconto do fluxo de rendimentos futuros dela, a uma determinada taxa de desconto que variará em função do risco, isto é, do grau de incerteza futuro desse título. Assim, para avaliar uma determinada ação via Fluxo de Caixa Descontado é necessário estimar dois componentes fundamentais: o fluxo de caixa projetado e a taxa de desconto. A equação abaixo mostra como o valor atual do fluxo de caixa ( $P_0$ ) pode ser calculado em função do fluxo de caixa descontado de cada período de tempo considerado (FC) e da taxa de desconto  $r$ , a qual reflete o risco inerente ao fluxo projetado.

$$P_0 = \frac{FC_1}{(1+r)} + \frac{FC_2}{(1+r)^2} + \frac{FC_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{FC_n}{(1+r)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+r)^t}$$

Fonte: Silva, Guarnieri, Quinteiros, (2007)

Há muitas dificuldades para estimar os fluxos de caixa futuros, uma vez que existem grandes incertezas a esse respeito. Apesar disso, o maior desafio da aplicação do método do fluxo de caixa descontado reside na determinação do custo de capital apropriado para descontar os fluxos. Nos países desenvolvidos, onde os mercados são globalmente integrados e os retornos são normalmente distribuídos, é utilizado o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) para estimar o custo do capital. Entretanto, nos países emergentes o CAPM não tem se mostrado um bom estimador desse custo, necessitando de ajustes e adaptações inerentes ao estágio de desenvolvimento de cada uma das regiões emergentes. Em síntese, os autores acima, afirmam que a análise via CAPM é baseada no retorno esperado sobre o investimento e na variância dos retornos esperados.

Contudo, nem toda a variância de uma ação, segundo o modelo, deverá ser recompensada. Uma consequência disso é que o risco total de uma ação pode ser decomposto em duas partes: o *risco diversificável* e o *risco não-diversificável*. O Quadro 9, abaixo, apresenta a classificação e o conceito de risco com exemplos.

Quadro 9 – Classificação do Risco

CLASSIFICAÇÃO	CONCEITO	EXEMPLO
<b>RISCO DIVERSIFICÁVEL</b>	Ou risco não-sistemático, é aquela parcela do risco que não pode ser associada ao comportamento da economia, isto é, depende exclusivamente das características de cada ação; é, portanto, função de uma série de itens que podem afetar o desempenho da companhia.	Estrutura do capital, Governança corporativa; Mercado que atua; Gestão tecnológica; <b>Marca e patente;</b> Inovação; Outros.
<b>RISCO NÃO DIVERSIFICÁVEL</b>	Também conhecido por <i>risco de mercado</i> ou <i>sistemático</i> , está relacionado às flutuações do sistema econômico como um todo. Assim sendo, este tipo de risco não pode ser eliminado pelo processo de diversificação de ativos, estando atrelado ao comportamento do mercado.	Efeito bolha; Valor das ações; Guerras; Instabilidade política;

Fonte: Elaboração própria, baseado em Silva, Guarnieri, Quinteiros, (2007)

Povoa (2007) afirma que há quatro hipóteses assumidas pelo modelo CAPM, que, segundo o autor, o modelo poderia ser questionado no mundo real, por correlacionar à *inexistência de custos de transação, total liquidez de compra e venda nos mercados, simetria de informações no mercado e possibilidade de diversificação (eliminação) total do risco específico da ação em um portfólio*. Neste sentido, o mesmo autor afirma que o investidor espera auferir a rentabilidade mais um prêmio quando a aplicação ocorre em ativos de risco, ou seja, quanto maior o risco maior o prêmio exigido portanto em termos gerais, o retorno exigido pelo investidor em um mercado de ações é maior do que no mercado de renda fixa e pelo CAPM:

$$K_e (\text{Retorno exigido ativo}) = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

<u>REF</u>	<u>DESCRIÇÃO</u>
Ke	Retorno exigido
Rf	Representa a taxa de retorno do ativo livre de risco É uma medida de volatilidade dos retornos
Rm	Taxa de retorno da carteira de mercado
(Rm - Rf)	Representa o prêmio por unidade de risco de mercado

Fonte: Silva, Guarnieri, Quinteiros, (2007)

Silva, Guarnieri, Quinteiros, (2007) afirmam que a equação acima mostra que para estimar o custo do Capital Próprio é necessário conhecer três variáveis fundamentais: a taxa livre de risco, o índice  $\beta$  e o prêmio de risco (ágio pelo risco no mercado). Os autores argumentam que a taxa de retorno do ativo livre de risco ( $R_f$ ) é aquela cujo retorno esperado seria igual ao retorno efetivo, ou seja, aquela em que não há variância no retorno, entretanto, no mercado financeiro internacional é utilizada como taxa livre de risco, a taxa dos títulos de longo prazo do governo.

Copeland, Koller & Murrin (2002) recomendam os *T-Bonds* americanos de 10 anos pelos seguintes motivos:

São títulos de longo prazo que geralmente se aproximam da duração dos fluxos de caixa projetados das empresas objeto da avaliação;  
A taxa de 10 anos se aproxima da duração da carteira índice do mercado de capitais, e, portanto, seu uso condiz com os betas e os ágios pelo risco no mercado estimados em relação a essas carteiras;  
A taxa de 10 anos é menos susceptível a dois problemas envolvidos no uso de uma taxa de mais longo prazo, pois seu preço é menos sensível a mudanças imprevistas da taxa de inflação e, assim, seu beta é menor do que o da taxa de 30 anos.  
Além disso, o ágio pela liquidez embutido nas taxas de 10 anos pode ser um pouco menor do que o contido em títulos de 30 anos. (COPELAND, KOLLER & MURRIN, 2002, p. 220)

Silva, Guarnieri, Quinteiros, (2007) também afirmam que o coeficiente Beta é estimado via regressão linear entre a taxa de retorno do investimento e a taxa de retorno de uma carteira que represente o mercado, sendo medido pela inclinação da reta de regressão. Sendo assim, o coeficiente é calculado a partir de dados históricos.

O coeficiente  $\beta$  é uma medida da volatilidade dos retornos de um título com relação aos retornos do mercado como um todo; indica a contribuição, em termos de risco, que o título traz à carteira de mercado. Neste sentido, Damodaran (1997) afirma que os fatores determinantes do índice beta estão assim demonstrados, conforme Figura 8, abaixo:

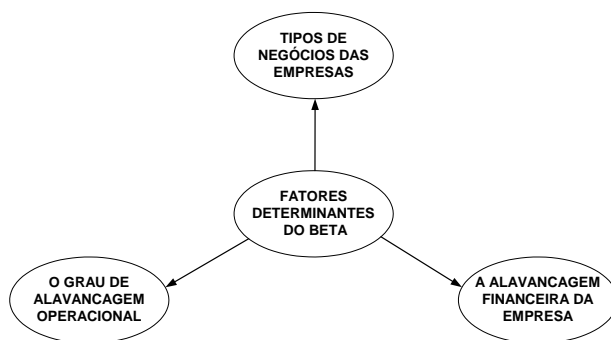


Figura 8 – Fatores Determinantes do Beta

Fonte: Elaboração própria baseado em Damondaran (1997, p. 69)

Damondaran (1997) afirma que os **Tipos de Negócios** correlacionam empresas cíclicas, mais sensíveis às condições de mercado, maior beta, com empresas não cíclicas, menos sensíveis às condições de mercado, conseqüentemente, menor beta. No que diz respeito à **Alavancagem Operacional**, empresas com custos fixos elevados em relação a custos totais levará a um beta mais elevado do que empresas que produzam um produto semelhante com baixo grau de alavancagem. Por fim, quanto mais **Alavancagem Financeira**, maior o beta do patrimônio líquido da empresa.

Silva, Guarnieri, Quinteiros, (2007) complementam que o prêmio pelo risco é a diferença entre a expectativa de retorno médio de mercado e o retorno médio do ativo livre de risco. Geralmente, ele é calculado com base em dados históricos pela diferença entre o retorno obtido no mercado acionário e o retorno do mercado de renda fixa. Vale salientar que a estimativa do Custo do Capital Próprio é importante para determinação do valor econômico das ações, quando é utilizado o Fluxo de Caixa do Acionista, que é descontado pelo Custo do Capital Próprio; assim como quando é adotado o Fluxo de Caixa da Empresa, onde é utilizado o Custo Médio Ponderado do Capital, que é obtido pela ponderação entre o Custo do Capital Próprio e o Custo do Capital de Terceiros, que é bem aplicado.

Neste sentido Povia (2007) afirma que o Fluxo de Caixa para o Acionista (FCFE), cuja a tradução norte-americana é *Free Cash Flow to the Equity*, deve ser descontado ao custo de capital próprio (*cost of equity*), para se chegar ao valor de mercado (*market value*), ao contrário do Fluxo de Caixa para a Firma (FCPP), onde cuja tradução norte americana é *Free Cash Flow to the Firm* que deve ser descontado pela média ponderada do custo de capital próprio e de terceiros (*cost of capital*) para se chegar ao valor da empresa (*enterprise value*).

Pode-se definir o custo de capital como o preço que uma empresa paga pelos fundos obtidos junto a suas fontes de capital e ele serve de referência para o processo de tomada de decisões de investimento na medida que, aplicando recursos com retorno superior ao custo de capital, a empresa maximiza seu valor e a riqueza dos acionistas. Uma crítica consistente a este método está no fato de se trabalhar ao longo de toda avaliação com a mesma taxa de desconto para os diversos anos, pressupondo que a estrutura e os custos de capital (próprio e de terceiros) não se alterariam ao longo do período em análise. Para um maior rigor técnico, dever-se-ia estimar os novos CMPC para cada exercício em que for projetado o fluxo de caixa. Como isto é difícil na prática, a solução preconizada e bastante adotada é a definição de uma estrutura de capital objetivo, ou seja, aquela estrutura considerada ideal e que se pretende adotar como meta no futuro na empresa avaliada.

#### 3.4.6 Avaliação Judicial de Sociedades - Apuração de Haveres e o Goodwill

Chama-se avaliação judicial de sociedades o processo determinado por magistrado, efetuado por perito contábil, visando determinar para fins judiciais o valor das quotas ou ações de uma sociedade em funcionamento ou em marcha.

O objetivo desta etapa consiste não somente na abordagem de natureza jurídica, mas principalmente, analisar a metodologia de avaliação judicial de sociedades, em conformidade com a jurisprudência consolidada em demandas jurídicas, em decorrência de dissidências societárias, que buscam a dissolução parcial ou cisão de sociedades limitadas ou sociedades anônimas de capital fechado, em que o magistrado considere não haver a presença do *affectio societatis*<sup>2</sup>. Ornélas (2001) define a tendência dos tribunais:

A tendência predominante dos Tribunais é de decidir pela continuidade da sociedade, declarando-a dissolvida parcialmente e determinando a apuração de haveres em favor do sócio retirante ou dos herdeiros de sócio falecido, da forma mais ampla possível. (ORNELAS, 2001.p. 140)

Segundo o Egrégio Tribunal Federal (STF), em súmula 265, “Na apuração de haveres, não prevalece o balanço não aprovado pelo sócio falecido ou que se retirou.”

A apuração de haveres supracitada, conforme a jurisprudência é efetuada mediante levantamento do Balanço de Determinação<sup>3</sup>, na data do evento, devendo o mesmo estar suportado por inventário físico e contábil, considerando a totalidade dos ativos (tangíveis e intangíveis) e dos passivos. Sendo que ocorrências patrimoniais posteriores à data do evento não afetam a apuração de haveres.

Hoog (2002) conclui que a ação de apuração de haveres se dá nos casos em que é necessário apurar os direitos de alguém, que faz parte de uma sociedade e pode ocorrer pela dissolução da sociedade, falecimento do sócio ou de seu cônjuge, ou ainda quando um dos sócios resolve retirar-se da sociedade, ou for expulso pelos demais sócios. Neste sentido, somente em função destes fatores, é possível se determinar o valor da empresa. Para tanto, Martins, (2001) apud Perez e Famá (2003), afirma que: “*O valor de uma empresa depende primordialmente dos benefícios líquidos que se poderá extrair no presente e no futuro.*” e adverte sobre as duas maneiras de avaliar uma empresa:

---

<sup>2</sup> Segundo Comparato (1977), “*Affectio Societatis*” designa um tipo particular de consentimento contratual, ou seja, uma intenção comum permanente entre sócios, cuja cessação acarretaria a imediata extinção do contrato, um estado de ânimo continuativo de desejo de permanecerem em uma sociedade.

<sup>3</sup> Balanço de Determinação é o balanço determinado pela justiça, pontos determinados pelo Dr. Juiz, ou seja, a direção que o perito deve observar, que não segue necessariamente os rigores, parametrização, do balanço contábil pois tem a inclusão de todos os ativos e passivos ocultos, independente de norma legal/contábil, como, por exemplo, inclusão do fundo de comércio/empresarial e de leasing (Hoog, 2002, p. 211 apud Estrela Hernani). Está como nota de rodapé do livro Avaliação de Sociedade, Martinho M. Gones de Ornelas, Atlas, p. 120.

“..., há duas formas de se avaliar uma empresa em circunstâncias normais: pelo seu valor de liquidação ordenada, ou seja, pelo que valem seus ativos avaliados a preço de venda, diminuídos dos gastos para se efetuar essa venda (comissão, impostos, transportes etc.) e o valor necessário para saldar seu passivo para com terceiros; e pelo seu valor de funcionamento, que depende basicamente dos futuros benefícios econômicos que ela é capaz de produzir.

O valor de uma empresa será, desses dois, o maior. Ninguém venderia uma empresa em funcionamento por menos do que obteria se a fechasse; e ninguém cerraria as portas de uma empresa se ela pudesse ser vendida por valor melhor em pleno funcionamento. Logo o valor econômico de uma empresa é dado pelo maior dos montantes alcançados, nessas duas alternativas: em liquidação ou em marcha.”(MARTINS, 2001, apud PEREZ e FAMA, 2003)

O valor de uma empresa será, desses dois, o maior. Ninguém venderia uma empresa em funcionamento por menos do que obteria se a fechasse e ninguém cerraria as portas de uma empresa se ela pudesse ser vendida por valor melhor em pleno funcionamento. Logo, o valor econômico de uma empresa é dado pelo maior dos montantes alcançados nessas duas alternativas: em liquidação ou em marcha. Martins (2001) *apud* Perez e Famá (2003), demonstrou claramente que o valor de uma empresa depende, primordialmente, dos benefícios líquidos que se poderá extrair desta empresa no presente e no futuro, entretanto, também conforme a jurisprudência predominante, ocorrências posteriores à data do evento, não afetam a apuração de haveres e, portanto, o valor da empresa pode ser apurado, aplicando a metodologia do Balanço de Determinação.

Perez e Famá (2003) concluem que se deve realçar que, em virtude dos ritos processuais, quando da época de realização do trabalho pericial de apuração de haveres, o futuro em relação à data de apuração do Balanço de Determinação já será passado e os resultados auferidos poderiam ser conhecidos e calculados com precisão. Porém, segundo Ornélas (2001):

Considerando quando os sucessos ou insucessos da sociedade avaliados após a data do evento não alcançam as quotas do sócio retirante ou pré-morto, só resta considerar os lucros operacionais líquidos históricos, ajustados do período imediatamente anterior ao evento; portanto, descartada a alternativa de lucros futuros. (ORNELAS, 2001, p. 142)

Os cálculos dos lucros normais e do Goodwill, de acordo com a metodologia apresentada para apuração do Balanço de Determinação (2002), são limitados pela legislação brasileira, em virtude da Lei da Usura, por não permitir que seja utilizada para cálculos uma taxa que de fato reflita os riscos e custos de oportunidades das fontes dos recursos que estejam financiando o ativo operacional líquido, ou seja, o Custo Médio Ponderado de Capital da empresa, gerando uma discrepância em relação ao risco empresarial.



O reconhecimento do *Goodwill* pode ser considerado um avanço da legislação brasileira e desta forma, deve-se reconhecer a importância da metodologia de apuração de haveres mediante o Balanço de Determinação, pois esta supera algumas limitações básicas da contabilidade societária e a expectativa é que, mesmo dentro das limitações que a legislação ainda impõe, a busca de um valor justo de mercado para a sociedade é de fato, o principal objetivo, na opinião dos especialistas.

#### 3.4.6.1 *Conceito de Fundo de Comércio (Goodwill) e Valor da Empresa*

Em continuidade ao processo de avaliação, Ornélas (2001) afirma:

Considerando que o patrimônio líquido consignado no Balanço de Determinação já reflete o valor econômico de cada um dos elementos patrimoniais da sociedade avaliados na data base do evento, sancionados pelo mercado, para finalizar o processo de avaliação, é necessário mensurar se o todo patrimonial é superior à somatória dos valores individuais daqueles elementos; em outras palavras, resta constatar e existência ou não do chamado efeito sinérgico, originário da combinação dos elementos patrimoniais entre si.(ORNELAS, 2001, p. 141)

Ornélas (2001) conclui que tal efeito sinérgico é a capacidade que uma empresa possui de gerar lucros acima do que pode ser considerado normal. Já Martins (1972), *apud* Perez e Famá (2003), diz que se uma empresa gera lucros tidos como normais e razoáveis para seu setor de atividade poucos investidores estariam dispostos a pagar por ela mais do que gastariam para montá-la, admitindo-se, evidentemente, que o tempo de montagem seja considerado curto.

Hoog (2007) apresenta uma definição filosófica sobre Goodwill e inicia seu argumento correlacionando “**condição**”, “**causa**” e “**efeito**” com o exercício da empresa<sup>4</sup>, que em si é formado pelo estabelecimento empresarial que, segundo o autor, representa a “**condição**”; a “**causa**” são os negócios relativos ao exercício da empresa. O Goodwill, é o “**efeito**” que é o potencial atributo, da empresa. O mesmo autor conclui, a partir desta relação, que não se pode confundir os negócios com o estabelecimento empresarial e com o aviamento, por serem coisas totalmente distintas.

<sup>4</sup> Exercício da Empresa (CC/2002, arts. 1.142, 1.155, 1.172, 1.184) – Prática da atividade, objeto social, ou seja: qualquer ação ou trabalho relacionado à empresa, ou seja: a atividade negocial. HOOG (2007, p. 27)

Por fim, o autor define Goodwill como sendo o excesso de lucros e destaca que o ágio não é sinônimo do Goodwill, visto que o ágio representa o *quantum* alguém está disposto a pagar por algo, em função da lei da oferta e da procura. Em geral, por definição, existem outras classificações e conceitos de Goodwill como evidências doutrinárias e invariavelmente correlacionam o ato de comércio e o fim econômico. Neste sentido, considerando a abordagem de Hoog (2007), o Quadro 10, abaixo, apresenta, de forma resumida, algumas definições importantes, sobre Goodwill, comparado e não comparado com Fundo de Comércio e/ou Aviamento, segundo referências históricas.

Quadro 10 – Definições Históricas de Goodwill

AUTORES/ESCOLA	DEFINIÇÕES
SÁ, Lopes (1995)	O mesmo que aviamento. Valor imaterial que um patrimônio tem em virtude de sua capacidade de produzir resultados. Expressão usada pelos norteamericanos e ingleses e inserida por alguns autores nacionais em seus trabalhos. SÁ (1995. p, 233)
SÁ, Lopes (1995)	Goodwill, sobre a designação (aviamento) entende-se, em Contabilidade, a imobilização técnica e imaterial que representa a capacidade da empresa em obter resultados, envolvendo diversos componentes. SA (1995. p, 198 e 201)
Gino Zappa (Milão 1869-1960) apud SÁ [1995?]	“O tratadista Gino Zappa afirmou ser o aviamento um elemento complementar de todo o sistema azienal apto a desfrutar de um super lucro” SA (1995. p, 198 e 201)
Legislação Argentina	Na Argentina, o Fundo de Comércio é regulado pela Lei 11.867, de 17.08.1934, que alinha seus elementos constitutivos, para fins de transferência a qualquer título, do seguinte modo: as instalações, mercadorias existentes, nome e insígnia comercial, a clientela, o direito ao local, as patentes de invenção, as marcas de fábrica, desenhos e modelos industriais, as distinções honoríficas e todos os restantes direitos emanados da propriedade comercial, industrial ou artística.
COSTA (1984)	O valor incorpóreo representado pela clientela, local, direito ao arrendamento, o fundo de comércio, enfim, deve computar-se no balanço que serve de base à apuração dos haveres do sócio falecido. Vistos, etc..., (...) mandou que se computasse no inventário dos bens sociais e respectivos balanços o fundo de comércio e que ditos bens fossem avaliados, para verificação real dos seus preços. COSTA (1984. p, 96)
MARTINS (1972)	O Goodwill corresponde ao valor atual do lucro que se espera obter e que esteja acima daquele que seria considerado normal. MARTINS (1972. P, 60)
ABNT NBR 14.653-1	Conceitua Fundo de Comércio como sendo bem intangível pertencente ao titular do negócio, decorrente dos resultados de suas operações mercantis, composto entre outros de: nome comercial, freguesia, patentes e marcas.
IOB VOLUME 36/2000	Goodwill é visto como um ativo que pode ser considerado de maneira individual, mas não deixa de estar relacionado com outros, pois se a empresa e, assim, os outros ativos não existissem, não haveria sentido em se falar em Goodwill. Não possui, portanto, vida própria ou existência individual; não pode existir independentemente da empresa, o que o diferencia dos outros ativos...

Fonte: Elaboração própria, com base em HOOG, (2007, p. 28-51)

O Fundo de Comércio, segundo Hoog (2007), também possui conceitos variados no meio internacional, conforme demonstrado no Quadro 11, a seguir:

Quadro 11 – Conceitos Internacionais do Fundo de Comércio

<b>PÁIS</b>	<b>CONCEITO</b>
Inglaterra e EUA	<i>Goodwill</i>
França	<i>Fonds de Commerce</i>
Itália	<i>Azienda ou avviamento</i>
Espanha	<i>Llave Del Negocio</i>
Alemanha	<i>Marktwert fuer Der Kunden</i>
Portugal	<i>Arranque</i>

Fonte: Elaboração própria, com base em HOOG, (2007, p. 33)

No Fundo de Comércio, segundo a Lei 6.404/76, em seu parágrafo 1º., de acordo com o mencionado § 1º do art. 170, as ações objeto de emissão por ocasião de aumentos de capital deverão ter seu preço de emissão fixado em função da cotação das ações no mercado, do valor do patrimônio líquido e das perspectivas de rentabilidade da companhia, de modo a, especificamente, evitar-se uma diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham assegurado o direito de preferência, portanto, também não se pode confundir Fundo de Comércio com rentabilidade, muito embora o investidor seja atraído a desembolsar um valor maior do que o patrimônio líquido, a preços de mercado, ou o que gastaria para a montagem de uma empresa, somente se o empreendimento for capaz de produzir lucros classificados acima de um padrão mínimo admitido como normal.

Se a expectativa de retorno se situar abaixo deste padrão julgado razoável, o valor da empresa poderá inclusive não atingir o patrimônio líquido a preços de mercado. Assim, uma empresa somente tem seu valor fixado acima do valor de mercado de seu patrimônio líquido, se possuir um Goodwill, uma mais valia, ou seja, alguma vantagem competitiva que permita produzir um retorno acima dos resultados operacionais mínimos do seu setor de atuação. Neste sentido, Hoog (2007) afirma que é perfeitamente possível existir a rentabilidade ou lucro e não existir o fundo de comércio e, pois ele é mensurado a partir de uma rentabilidade mínima de 6% ao ano (Taxa de Juros mínima de mercado).

O primeiro passo para cálculo do Goodwill, segundo Ornélas (2001), consiste na mensuração do lucro operacional líquido normal (LN), ou seja, o lucro gerado pelo ativo operacional líquido (AOL) a valores de mercado, aplicado à taxa do custo de capital próprio. [Lucro Normal = Ativo Operacional Líquido X Custo de Capital Próprio], ou, [LN = AOL X CCP].

Para efeitos de cálculo da fórmula acima demonstrada, o autor assume esta como sendo o custo de capital próprio, a taxa máxima permitida por lei que particulares podem ajustar em seus negócios, conforme a Lei da Usura em seu artigo primeiro, fixada em 12% ao ano. Sendo o ativo operacional líquido (AOL) a somatória dos ativos circulantes operacionais (ACO) e dos ativos permanentes operacionais (APO), deduzidos dos passivos operacionais (PO), conforme a fórmula:

$$\mathbf{AOL = ACO + APO - PO}$$

Fonte: Ornelas (2001) *apud* Perez e Famá (2003)

A etapa seguinte consiste na apuração dos lucros operacionais líquidos gerados pela empresa que está sendo avaliada. Entende-se como lucro operacional líquido da empresa o lucro gerado pelas operações da mesma, excluídas as receitas e despesas financeiras e deduzidas as provisões tributárias incidentes sobre este lucro, considerando-se, inclusive, despesas que não afetam o caixa, como, por exemplo, depreciação e amortização como despesas efetivas e redutoras deste lucro. Outros resultados gerados por ativos de natureza não operacional devem ser excluídos deste lucro líquido operacional. Assim, conforme a fórmula:

$$\mathbf{LOL = LL + ((DF - RF) +/- RNO) - PT, \text{ sendo:}}$$

<b>REF</b>	<b>DESCRICÃO</b>
LOL	Lucro Operacional Líquido
LL	Lucro Líquido
DF	Despesas Financeiras
RF	Receitas Financeiras
RNO	Resultados Não Operacionais
PT	Provisões Tributárias sobre o Lucro Operacional

Fonte: Ornelas (2001) *apud* Perez e Famá (2003)

Como o perito deve trabalhar com dados que busquem aproximar a avaliação da realidade na data do evento, todos os dados históricos devem estar corrigidos monetariamente. Para evitar eventuais sazonalidades operacionais ou comerciais, quedas ou crescimentos acentuados que poderão não se repetir no futuro, Ornelas (2001) recomenda a utilização de resultados auferidos em vários exercícios sociais subsequentes, apurando-se, assim, o Lucro Operacional Líquido médio histórico ajustado, por meio de média simples.

Caso o Lucro Operacional Líquido médio histórico ajustado (LOL mha) seja superior ao Lucro Normal (LN) pode-se dizer que esta empresa possui um sobre valor, ou um Goodwill não adquirido, pois é capaz de gerar lucros considerados acima do normal, conforme demonstrado a seguir:

$$\text{Lucro Acima do Normal (LAN)} = \text{Lucro Operacional Líquido (LOL) médio histórico ajustado} - \text{Lucro Normal (LN)}, \text{ ou, } \text{LAN} = \text{LOL mha} - \text{LN}$$

Fonte: Ornelas (2001) *apud* Perez e Famá (2003)

Para se mensurar o valor deste Goodwill, deve-se apurar a diferença entre o Lucro Operacional Líquido médio histórico ajustado e o Lucro Normal, conforme demonstrado acima e, de acordo com Ornelas (2001), tratá-la como uma perpetuidade financeira que, dividida pela taxa de custo do capital próprio, resultado que caso seja positivo, corresponderá ao Goodwill não adquirido. Desta forma, o valor do Goodwill, segundo Ornelas (2001), será igual ao Lucro Acima do Normal (LAN) dividido pelo custo de capital próprio (CCP), e deverá ser consignado no Balanço de Determinação, ou seja,  $\text{Goodwill (G)} = \text{LAN} / \text{CCP}$ . O valor da sociedade avaliada, portanto, será a somatória do valor do patrimônio líquido a valores de mercado, apurado segundo os critérios descritos e o Goodwill.

$$\text{Valor da Sociedade} = \text{PL (valor mercado)} + \text{Goodwill (G)}$$

Fonte: Ornelas (2001) *apud* Perez e Famá (2003)

### 3.4.7 *Método de Avaliação Simplificado*

Também a literatura contempla um modelo conhecido como modelo simplificado da União Européia, utilizado pelos Peritos Contadores Europeus (UEC), denominado METODO DE ATUALIZAÇÃO DOS LUCROS ou *abbreviated goodwill income method*. Este método traz como fórmula para a determinação do valor de uma companhia o seguinte:  $V = A + an(B - iA)$ , onde  $A$  é o valor dos ativos líquidos atualizados ou o valor substancial líquido,  $an$  é o valor presente a uma taxa  $t$ , de  $n$  anuidades, com  $n$  entre 5 e 8 anos,  $B$  é o valor da receita líquida prevista para o ano ou a projeção para o ano seguinte,  $i$  é a taxa de juros obtida por uma aplicação alternativa, que podem ser debêntures, o retorno sobre o PL ou outro investimento.

Nesse modelo a expressão  $an$  ( $B - iA$ ) representa o *goodwill*. Nessa fórmula o valor do *goodwill* é obtido por capitalização, pela aplicação do coeficiente  $an$ , que representa um super lucro igual à diferença entre a receita líquida e os investimentos dos ativos A, dada uma taxa  $i$  (risco).

### 3.4.8 *Método de avaliação com Base nos Lucros Passados e Futuros*

Para esse modelo, o valor total de uma empresa é igual ao valor dos ativos líquidos reavaliados (valor substancial), adicionado ao *goodwill*. A diferença entre esse e o anterior está no cálculo do valor do *goodwill*. Nesse caso, ele é calculado considerando o valor  $V$ , diferentemente do modelo anterior, onde era calculado mediante o valor dos ativos líquidos  $A$ . O modelo dos peritos contábeis europeus ou UEC *method* traz para cálculo do valor da empresa a fórmula:

$$V = PL + G \text{ onde } G = An (LP - i \times PT).$$

<u>REF</u>	<u>DESCRIÇÃO</u>
V	Valor da Empresa
PL	Patrimônio Líquido
An	Fator de atualização (TR)
n	Tempo de Maturação do Investimento (05 anos)
LP	Lucro Médio Previsto
$i$	Taxa de juros (poupança)
PT	Patrimônio Total

Fonte: Ornelas (2001)

### 3.4.9 Brand Asset Valuator

*Young & Rubicam*<sup>5</sup>, *apud* Louro (2000), afirma que este indicador é constituído por quatro tipos de medidas: a) diferenciação: mede o grau de distinção da marca no mercado; b) relevância: mede a pertinência e o significado pessoal da marca para cada consumidor; c) estima: mede a consideração que o consumidor tem pela marca, dentro da sua categoria; e d) familiaridade: mede a compreensão do consumidor em relação ao que a marca representa. Louro (2000) propõe a hipótese de interligação seqüencial dessas quatro dimensões: Diferenciação – relevância – estima – familiaridade, derivando dois importantes conceitos: a) “força da marca” (*brand strength*) = diferenciação + relevância como características de uma marca forte, ou seja, o elevado grau de diferenciação se reflete num elevado valor da marca e a relevância desempenha um papel complementar ao ser determinante para a atração de uma base alargada de consumidores; e a “estatura da marca” (*brand stature*) = estima + familiaridade, onde a estima combina qualidade percebida com percepções de crescimento ou declínio na popularidade da marca e a familiaridade indica que o consumidor não apenas conhece a marca, mas também compreende o seu significado e propósito.

### 3.4.10 EquiTrend

*Research Corporation*<sup>6</sup>, *apud* Louro (2000), desenvolveu a *EquiTrend*, um modelo de medida de valor da marca que é baseado em três ativos: **a) saliência:** é a percentagem de inquiridos que detêm uma opinião acerca da marca; **b) qualidade percebida:** por estar altamente associado como gostar, confiar, ter orgulho e vontade de recomendar uma determinada marca.

---

<sup>5</sup> Em 1923, John Orr Young e Raymond Rubicam fundaram a **Young & Rubicam**, nos [Estados Unidos](#). Hoje, a operação possui 163 escritórios, espalhados por 81 países dos cinco continentes. A rede chegou ao [Brasil](#) em 1973. Em janeiro de 2004, como resultado da associação entre o Grupo WPP, a Y&R passou a fazer parte do [Grupo Newcomm](#). A agência é líder de mercado nos últimos seis anos, de acordo com o ranking publicado pelo Instituto Ibope Monitor. O trabalho produzido pela agência está refletido na conquista de prêmios. No Wave Festival in Rio 2008, disputado entre agências de sete países da América Latina, a Y&R ganhou um Wave de ouro, dois de prata e um de bronze. Já no Festival de Cannes 2008, o mais importante festival de propaganda do mundo, a agência ganhou um Leão de prata e outro de bronze, ambos na categoria Press. Entre as disputas no Brasil, recentemente, a agência conquistou dois prêmios na 11ª edição do Prêmio de Mídia Estádio – Melhor Monografia de Pesquisa e Melhor Monografia de Mídia Digital.

<sup>6</sup> Fundada em 1938, Opinion Research Corporation (ORC) é uma empresa líder mercado global de investigação com escritórios em todo os EUA, Europa e Ásia Pacífico. O objetivo é ajudar os clientes a alcançar em, o sucesso nos seus mercados e com os seus clientes, empregados e outras partes interessadas, fornecendo à base das ações, a orientação em função da inteligência do negócio. Consultorias nas áreas de Atendimento, Estratégias, Comprometimento de colaboradores, Brand & Reputação Corporativa no Mercado de Planejamento e Desenvolvimento. A empresa é conhecida pela liderança na integração da investigação e da tecnologia e pela abordagem que se aplica aos complexos desafios com uma pesquisa de mercado com nossos clientes.

É definido como o quociente médio de qualidade no conjunto de todos aqueles que detêm uma opinião acerca da marca; **c) satisfação do usuário:** é o quociente médio de qualidade que uma marca atinge entre os consumidores que a usam mais frequentemente, possibilitando a análise da força de uma marca dentro da sua base de usuários.

#### 3.4.11 *Top Brands*

A Top Brands da Interbrand<sup>7</sup>, *apud* Louro (2000), é uma medida de avaliação das marcas mundiais de maior sucesso, que engloba um conjunto de critérios dirigidos tanto às perspectivas de negócio da marca quanto às percepções dos consumidores, com base no seguinte conjunto de sete critérios e respectivos pressupostos: **a) liderança:** a marca líder no mercado (economia de escala em relação à comunicação e distribuição) é mais estável e poderosa do que as marcas seguidoras; **b) estabilidade:** marcas com identidades fortes e que se tornaram parte da cultura de um segmento de mercado são extremamente valiosas e poderosas; **c) mercado:** as marcas são mais valiosas quando estão em mercados com níveis crescentes ou estáveis de vendas e quando a estrutura de preços proporciona elevados retornos às respectivas empresas; **d) internacional:** as marcas internacionais são mais valiosas do que as marcas nacionais em função de economias de escala, portanto, quanto maior o âmbito do mercado de uma marca, mais valiosa esta será; **e) tendência:** Uma marca saudável e em crescimento indicia a sua contemporaneidade e relevância para os consumidores; **f) suporte:** todas as marcas que são focos de investimento e qualidade se tornam marcas mais fortes em face das restantes; **g) proteção:** a força e a saúde da patente de uma marca (proteção jurídica) é condição necessária para o sucesso da marca.

#### 3.4.12 *BrandAnalytics*

A BrandAnalytics é uma consultoria de *branding* brasileira, que todo ano divulga o ranking brasileiro das marcas mais valiosas. O levantamento da BrandAnalytics mede quanto uma marca gera de valor para os acionistas. Não se trata apenas de identificar o *recall*, sua penetração no mercado ou o prestígio, embora esses indicadores entrem na metodologia de cálculo da BrandAnalytics.

---

<sup>7</sup> A Interbrand é uma empresa de consultoria internacional de gestão e avaliação de marcas, presente hoje em 25 países com 35 escritórios e mais de 1.250 colaboradores. No estudo que fundamenta o ranking das marcas portuguesas mais valiosas a Interbrand calculou o valor de cada marca, utilizando a sua metodologia pioneira, desenvolvida há mais de 15 anos e utilizada na avaliação de cerca de 3.500 marcas. As nossas opiniões são reconhecidas pelas principais empresas de auditoria e mercados de capital em vários países do mundo.



Além destes fatores, o valor da marca é calculado com base no Fluxo de Caixa Descontado. O ranking mostra que nunca as marcas brasileiras se valorizaram tanto em tão pouco tempo. A marca Petrobras passou a valer US\$ 1, 012 bilhão, 37% a mais do que o registrado no ano anterior e praticamente dobrando de valor em relação a 2005. "A marca é um ativo estratégico para nós", disse à revista ISTOÉ Dinheiro Eduardo Felberg, gerente de Imagem Corporativa e Marcas da Petrobras. "Num setor de commodities como o nosso, o diferencial é a marca. Disponível em:[http://www2.petrobras.com.br/ri/port/Noticias/Noticias/Not\\_marca.asp](http://www2.petrobras.com.br/ri/port/Noticias/Noticias/Not_marca.asp). Acesso em: 29 jul 2007.

Procuramos, neste capítulo, apresentar as metodologias de avaliação de empresas, incluindo a marca, existentes no mercado onde a pluralidade de conceitos, variáveis e propostas geram limitações pela incapacidade de integrar estas perspectivas formuladas. Por este motivo, focalizamos a descrição destes modelos, a caracterização de algumas propostas com o objetivo de melhor estimar o valor da marca e, neste sentido, até por força de práticas comprovadas no mercado financeiro, no próximo capítulo faremos a apresentação do modelo didático de avaliação e mensuração da marca, utilizando como estudo de caso a PETROBRAS, considerando a proposta de Fluxo de Caixa Descontado, apesar de suas limitações em função das premissas de projeções, com o uso de variáveis como o beta, taxa de risco, custo do capital próprio e de terceiros, método este descrito no tópico 3.4.5 deste capítulo.

## Capítulo IV

### APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS NA MENSURAÇÃO DO VALOR DA MARCA PARA A EMPRESA OBJETO DO ESTUDO DE CASO

Neste capítulo são apresentadas algumas informações do portfólio da PETROBRAS relacionadas ao objeto desta pesquisa, contendo a origem, estrutura, atividade, produtos e estratégias, compiladas a partir do site institucional que são de domínio público e a descrição do modelo proposto (PLANILHA DE CÁLCULO), metodologia de apuração do valor da marca com o resultado.

#### 4.1 Estudo de Caso - Valor da Marca Petrobrás<sup>8</sup> - Breve Panorama da Empresa

Em outubro de 1953, com a edição da Lei 2.004, a constituição da Petrobras foi autorizada a executar as atividades do setor petróleo no Brasil em nome da União. A Petróleo Brasileiro S/A - PETROBRAS iniciou suas atividades com o acervo recebido do antigo Conselho Nacional do Petróleo (CNP), que manteve sua função fiscalizadora sobre o setor. As operações de exploração e produção de petróleo, bem como as demais atividades ligadas ao setor de petróleo, gás natural e derivados, à exceção da distribuição atacadista e da revenda no varejo pelos postos de abastecimento, foram monopólio conduzido pela Petrobras de 1954 a 1997.

Durante esse período a Petrobras tornou-se líder em comercialização de derivados no País e, graças ao seu desempenho, a Companhia foi premiada em 1992 pela Offshore Technology Conference (OTC), o mais importante prêmio do setor e, posteriormente, recebeu o prêmio em 2001. Em 1997, o Brasil, por meio da Petrobras, ingressou no seleto grupo de 16 países que produzem mais de 1 milhão de barris de óleo por dia. Nesse mesmo ano, em 6 de agosto de 1997, o presidente Fernando Henrique Cardoso sancionou a Lei n ° 9.478, que abriu as atividades da indústria petrolífera no Brasil à iniciativa privada. Em 2003, coincidindo com a comemoração dos seus 50 anos, a Petrobras dobrou a sua produção diária de óleo e gás natural, ultrapassando a marca de 2 milhões de barris, no Brasil e no exterior. No dia 21 de abril de 2006, o Presidente Luiz Inácio Lula da Silva deu início à produção da plataforma P-50, no Campo de Albacora Leste, na Bacia de Campos, o que permitiu ao Brasil atingir [auto-suficiência](#) em petróleo.

---

<sup>8</sup>Informações de domínio público disponível no site da companhia em: [HTTP://www2.petrobras.com.br/Petrobras/portugues/numeros/num\\_index.htm](http://www2.petrobras.com.br/Petrobras/portugues/numeros/num_index.htm)>. Acesso em 01 jul 2008.

Atualmente, a Companhia está presente em 27 países. Em 2007, a Petrobras foi classificada como a 7ª maior empresa de petróleo do mundo com ações negociadas em bolsas de valores, de acordo com a Petroleum Intelligence Weekly (PIW), publicação que divulga anualmente o ranking das 50 maiores e mais importantes empresas de petróleo.

A renovação da participação na composição do Índice Dow Jones Mundial de Sustentabilidade (DJSI) também foi destaque em 2007. O Dow Jones é considerado o mais importante índice mundial de sustentabilidade, usado como parâmetro para análise dos investidores sócio e ambientalmente responsáveis. A Petrobras iniciou as obras do Centro de Integração do Comperj, em São Gonçalo, também em 2007. O Complexo Petroquímico do Rio de Janeiro tem investimentos previstos em torno de US\$ 8,38 bilhões. Com início de operação previsto para 2012, o Comperj estimulará a instalação de indústrias de bens de consumo e irá gerar cerca de 212 mil empregos diretos e indiretos. Entre os desafios do setor, a Petrobras trabalha para aumentar a produção de diferentes tipos de óleos em suas refinarias para eliminar a dependência da importação. Sempre com a preocupação com a qualidade do produto, a segurança do homem e os cuidados ambientais.

#### *4.1.1 Setores de Atuação da PETROBRAS*

**Exploração e Produção:** Este setor da Petrobras é responsável pela pesquisa, localização, identificação, desenvolvimento, produção e incorporação de reservas de óleo e gás natural. A Petrobras atua em um padrão de excelência mundial de desenvolvimento e aplicação de tecnologia e produção em águas profundas. Em reconhecimento a este trabalho, a companhia recebeu, por duas vezes, o prêmio mais importante da indústria mundial de petróleo, o Distinguished Achievement Award, oferecido na Offshore Technology Conference (OTC), em 1992 e 2001. Estas atividades, em alinhamento com as orientações corporativas da Petrobras, observam rigorosamente os preceitos de responsabilidade social e de preservação do meio ambiente em todas as localidades onde atua.

**Gás & Energia:** Com a nova estrutura organizacional da Petrobras, a estratégica área de negócios de Gás & Energia tornou-se responsável pela comercialização do gás natural nacional e importado e pela implantação de projetos, em parceria com o setor privado, que vão garantir a oferta deste combustível em todo o país. O setor de gás natural no Brasil cresceu 1.790% de 1980 a 2004 e hoje responde por 8,9% da matriz energética brasileira. A Petrobras aposta neste crescimento e estima que o combustível chegará a 12% na matriz em 2015.

Para isso, a Petrobras dedica esforço permanente junto às distribuidoras de gás e seus clientes, buscando alternativas técnicas e econômicas que ampliem o uso do gás nos segmentos industriais, automotivos, na geração e co-geração de energia. A área de Gás & Energia da Petrobras é responsável por grande parte da estrutura de transporte e comercialização, atuando sempre de maneira segura e ambientalmente correta. Entre todos os combustíveis atualmente disponíveis em larga escala, o gás natural é aquele que se destaca como o mais versátil, econômico e limpo.

**Gasodutos:** Nos próximos cinco anos, US\$ 5,2 bilhões serão aplicados na construção de novos gasodutos. Aos atuais 8.860 quilômetros de dutos que estão em operação atualmente, 4.160 quilômetros serão acrescentados à rede. O gás produzido em Urucu, na Amazônia, abastecerá os mercados de Porto Velho e Manaus, além de municípios do interior do Amazonas. O Gasene - ligação do Sudeste ao Nordeste - é formado por três gasodutos que vão integrar o litoral norte do Rio de Janeiro, começando no terminal de Cabiúnas, a Catu (BA), passando pelo litoral do Espírito Santo já está com obras de trechos em andamento. No Nordeste, o interior será priorizado com a implantação da Malha Nordeste, que passará pelos Estados de Bahia, Sergipe, Alagoas, Pernambuco, Paraíba e Rio Grande do Norte. Grandes cidades da região serão incluídas no mercado consumidor, assim como Campina Grande, cujo gasoduto João Pessoa-Campina Grande foi concluído e já está em operação. A Malha Sudeste está sendo reforçada com o gasoduto Campinas-Rio, que será ramificado para Jacutinga (MG) e Caraguatatuba (SP), além da ampliação da capacidade do Gasbel, que liga o Rio de Janeiro a Belo Horizonte. Na região Sul, o projeto do gasoduto Uruguaiana-Porto Alegre, que traria gás natural da Argentina ao Brasil, está suspenso pela atual baixa oferta do combustível naquele país.

**Gasodutos Móveis:** A Petrobras também investe em empreendimentos que utilizam as tecnologias que viabilizam a distribuição de gás natural em regiões ainda não atendidas por gasodutos - os chamados gasodutos móveis. Mediante a compressão (gás natural comprimido - GNC) ou liquefação (gás natural liquefeito - GNL) do gás natural é possível obter-se uma significativa redução de seu volume, o que viabiliza seu transporte em carretas especialmente projetadas para tanto. Estas alternativas de transporte de gás permitem a antecipação de mercados para o gás natural, desenvolvendo a cultura da utilização do energético antes da eventual conclusão do gasoduto. Dentre as iniciativas utilizando estas tecnologias destaca-se a Gás Local, joint venture entre a Petrobras e a White Martins, que deverá iniciar a comercialização de GNL em breve.

O empreendimento envolve uma planta de liquefação com capacidade para processar 380.000 m<sup>3</sup> de gás natural, localizada em Paulínia (SP), ao lado da refinaria da Petrobrás, a REPLAN, e o atendimento de pontos de consumo localizados em um raio de até cerca de 900 quilômetros. Assim, a Gás Local prevê o atendimento de clientes no interior de São Paulo, norte do Paraná, sul de Minas Gerais, Goiás e Distrito Federal.

**Área de Negócios Internacional (ANI):** A Petrobras desenvolve diversas atividades no exterior, como exploração, compra e venda de petróleo, tecnologias, equipamentos, materiais e serviços, recrutamento de pessoal especializado, afretamento de navios, apoio em eventos internacionais, entre outros. A companhia está associada às maiores empresas de petróleo do mundo, fazendo-se presente em Angola, Argentina, Bolívia, Colômbia, Cazaquistão, Estados Unidos, dentre outros.

**Transporte e Refino:** Após a extração dos poços, o petróleo é transferido por oleodutos ou navios petroleiros até terminais marítimos. Desses portos, o produto é transportado, para as refinarias para a obtenção dos derivados. A Transpetro (Petrobras Transportes S.A.) é a empresa subsidiária da Petrobras, responsável pelas atividades de transporte e armazenamento.

**Distribuição:** Nesta etapa, o derivado do petróleo chega até o consumidor. Esta atividade abrange da aquisição do produto até sua comercialização e controle de qualidade. A Petrobras Distribuidora é a responsável por prestar esse serviço. A subsidiária conta com uma rede de mais de sete mil postos, em todo o território nacional. A maior distribuidora do Brasil está presente em diversos segmentos: automotivo, marítimo, ferroviário e aviação, com produtos voltados para as mais diferentes aplicações. No quesito controle de qualidade, o programa "De Olho no Combustível" é o mais completo do país, incluindo 11 requisitos para a certificação dos postos Petrobras.

#### 4.1.2 *Produtos*

Os derivados do petróleo são obtidos em processos básicos de refinação: destilação atmosférica e a vácuo. Tanto são originados produtos acabados quanto componentes que entrarão na transformação e acabamento de outros. Os produtos derivados do petróleo podem ser reunidos nos seguintes grupos: **Combustíveis:** Gasolinas, Gás Natural e GLP, Óleo diesel, Óleo combustível, Querosene de aviação, Bunker (combustíveis marítimos); **Lubrificantes:** Óleos lubrificantes minerais, Óleos lubrificantes graxos, Óleos lubrificantes sintéticos, Composição betuminosa; **Insumos para a Petroquímica:** Nafta, Gasóleo.

#### 4.1.3 *Parâmetros para comercialização*

Os derivados do petróleo comercializados devem atender determinados parâmetros relacionados a combustão, escoamento, estabilidade química e térmica, poluição e corrosão. **Combustão:** de acordo com o processo de utilização, os produtos devem possuir facilidade de queima, sem produzir resíduos nem fuligens. **Poluição e corrosão:** análise das partículas poluidoras e corrosivas expelidas por quase todos os derivados. Os itens verificados são o teor de enxofre e a corrosividade. Os valores obtidos atendem a normas estabelecidas e visam preservar o meio-ambiente e a vida-útil dos equipamentos.

#### 4.1.4 *Empresas do grupo*

Como as grandes empresas internacionais de petróleo, a Petrobras também atua por meio de empresas subsidiárias, controladas e coligadas. Essas empresas foram criadas por necessidades diretas da própria indústria do petróleo, ou para atender a exigências do desenvolvimento do Brasil. Assim, aos poucos, foi tomando corpo o que, na década de 70, passou a ser conhecido como o Sistema Petrobras, que já chegou a reunir quase 150 empresas no ramo petroquímico, de fertilizantes, distribuição, comércio internacional, reparos navais e transporte. Posteriormente, procurou-se racionalizar o sistema, com fusões e alienação de empresas ou de participações. Hoje, o Sistema Petrobras é formado por subsidiárias (Petrobras Distribuidora, Transpetro, Gaspetro e Petroquisa) e algumas controladas e coligadas.

**Petrobras Química (Petroquisa):** A Petroquisa surgiu em 1967, para viabilizar a indústria petroquímica brasileira, porque, até então, o país importava todos os produtos petroquímicos básicos. A subsidiária participa de sociedades que têm por objetivo a fabricação, comércio, distribuição, transporte, importação e exportação de produtos das indústrias química e petroquímica. Implantou os três pólos petroquímicos brasileiros (São Paulo, Bahia e Rio Grande do Sul), um pólo cloroquímico (Alagoas) e unidades petroquímicas em Pernambuco e no Rio de Janeiro. A atuação da Petroquisa tem permitido que o Brasil seja auto-suficiente em produtos petroquímicos básicos, intermediários e finais. A Petroquisa participa hoje do capital das três centrais petroquímicas (Copene, Copesul e Petroquímica União) e em empresas de segunda geração.

**Petrobras Distribuidora:** Criada em 1971, opera na distribuição e comercialização de produtos e derivados de petróleo, álcool e outros combustíveis. Seja nos mais de sete mil postos de serviço, com sua arquitetura futurista ou nas balsas que abastecem a Amazônia, é a única empresa do setor que atua em todo o território nacional, levando derivados aos mais longínquos pontos do Brasil. A Distribuidora atua em um mercado muito competitivo, com dezenas de concorrentes e se destaca por manter a liderança na comercialização dos principais produtos e está presente em diversos segmentos da indústria.

**Petrobras Gás (Gaspetro):** A empresa funciona como holding para investimentos no transporte de gás natural, além de deter participações minoritárias em projetos de geração de energia e cabos de fibra óptica. Esta subsidiária surgiu em maio de 1998, após a alteração da razão social da Petrobras Fertilizantes (Petrofertil) - a subsidiária criada em 1976 teve suas participações em empresas do ramo de fertilizantes privatizadas. O objetivo da Gaspetro passou a ser a produção, o comércio, a importação, a exportação, a armazenagem, o transporte e a distribuição de gás natural, de gás liquefeito de petróleo e de gases raros de quaisquer origens; de fertilizantes, suas matérias-primas e produtos correlatos; de energia termoelétrica; de sinais de dados, voz e imagem por meio de sistemas de comunicação por cabo e rádio; bem como a prestação de serviços técnicos e administrativos relacionados a tais atividades.

**Petrobras Transporte (Transpetro):** É a mais jovem das subsidiárias, criada em 1998. Entre suas atribuições estão as atividades de transporte marítimo do Sistema Petrobras, podendo também prestar serviços de transporte a terceiros. Com a gradativa integração da Frota Nacional de Petroleiros (Fronape), a Transpetro opera no transporte e armazenagem de granéis, petróleo, derivados e de gás, por meio de dutos, terminais ou embarcações próprias ou de terceiros. Além disso, também tem por objetivos construir e operar novos dutos, terminais ou embarcações, mediante associação com outras empresas. Outra atribuição é o transporte de sinais, dados, voz e imagem, associados às atividades-fim.


**Downstream Participações S.A:** Foi criada para intermediar a permuta de ativos entre a Petrobras e a Repsol-YPF. Sua sede está localizada na cidade do Rio de Janeiro e seu principal objetivo social é servir como uma holding para os postos de gasolina adquiridos na troca de ativos.

**Demais empresas controladas ou coligadas:** Petrobras Negócios Eletrônicos S.A., Petrobras International Finance Company (PIFCO), Petrobras Comercializadora de Energia Ltda.

## 4.2 Marca Petrobras

A marca ou símbolo de uma empresa é resultado de estudos rigorosos de *branding* e comunicação visual, realizados por profissionais de estratégia, marketing e design<sup>o</sup> Destacamos a seguir a evolução da marca PETROBRAS (Quadro 12) e a forma de assinatura no Brasil, na América do Sul e fora da América do Sul.

Quadro 12 – Evolução da Marca Petrobras

MARCA	DESCRIÇÃO
	<p><b>A Primeira Marca</b></p> <p>A primeira marca institucional era composta por um losango amarelo, de contorno verde, com a palavra Petrobrás (ainda com acento), em azul, inserida no seu interior. A forma e as cores utilizadas procuravam corresponder aos anseios nacionalistas da época, relacionando a marca da companhia às cores e formas da bandeira nacional. Esta primeira concepção começou a ser usada em julho de 1958.</p>
	<p><b>Reformulação da Marca</b></p> <p>O manual dessa marca trazia a seguinte explicação sobre seu desenvolvimento, comparando-a com a marca anterior: "Desvincula-se o logotipo da marca, considerada a premissa de que o mesmo se encontrava por ela enclausurado. Busca-se um tipo de letra representativo. A Helvética, de desenho científico e de boa qualidade ótica, é escolhida". E prossegue: "Analisa-se o losango, desmontando-o em seus elementos básicos. Obtém-se uma espécie de V de ângulo variável, empregado desde a Antiguidade grega e egípcia como símbolo de propriedade e hierarquia, agora adotado universalmente. Atualiza-se o V aumentando-lhe a espessura. Montam-se dois Vs, obtendo-se uma forma simples, clara e forte, de nítidos contrastes". Essa marca ficou conhecida como hexágono-losango e foi utilizada durante 22 anos em tanques, navios, veículos, uniformes, publicações, correspondência - ou seja, em todos os elementos associados ao dia-a-dia da Petrobras e de suas subsidiárias.</p>
	<p><b>Marca da Petrobras e da Distribuidora se Fundem</b></p> <p>Enquanto a Petrobras utilizava a marca losango-hexágono, a Petrobras Distribuidora começava a usar, em seus negócios, a Petrobras com um "BR" em destaque – uma linha sobre os caracteres "BR" presentes na própria palavra Petrobras. Esse logotipo foi desenvolvido no início da década de 70, pelo designer Aloísio Magalhães. Além do logotipo, ele criou também uma forma de utilizar o BR como um símbolo, a fim de criar uma identidade visual atraente para os postos de serviço e para os produtos comercializados pela Petrobras Distribuidora.</p>







Fonte: Elaboração própria com base no site institucional da Petrobras, disponível em: <<http://www2.petrobras.com.br>

A reformulação da marca ocorreu em função do seu crescimento, da expansão de suas atividades, da criação de subsidiárias, transformando-se na maior empresa do país. A logo anterior não refletia a nova fisionomia da empresa, causando uma tendência à fragmentação de sua imagem, pela implantação de marcas e símbolos individuais e pela falta de unidade visual entre a *holding* e as subsidiárias.



Em outubro de 1972, foi aprovada uma nova marca. Todas as empresas do Sistema Petrobras passaram a utilizar essa nova identificação, alcançando-se a pretendida integração visual. Já no processo de fusão entre a PETROBRÁS e a DISTRIBUIDORA decorre da associação do símbolo BR, que passou a ser uma representação a partir do crescimento das operações de distribuição de derivados de petróleo, tornando-se visível para o público consumidor, principalmente nos postos de serviços instalados nas principais vias de todas as cidades brasileiras. Este símbolo, em 1982 foi redesenhado pelas mãos do designer Rafael Rodrigues, tornando-se o símbolo conhecido até os dias atuais. A fusão, em 1994, veio por consequência, já que a rede de postos mantinha os dois símbolos: o BR nas bandeiras dos postos e o hexágono-losango em uma placa, ao lado da marca Petrobras. Como o BR tornou-se mais conhecido e o prestígio foi inevitável, o público começou a dissociar a imagem da Petrobras Distribuidora da imagem da Holding, enfraquecendo o conceito de companhia integrada de petróleo, objetivo da Petrobrás. Esta decisão, além de consolidar a PETROBRAS junto ao consumidor, atendeu aos objetivos do planejamento estratégico da empresa, no que diz respeito a aspectos ligados à identidade visual: fortalecer a imagem do Sistema Petrobras e preservar a condição de empresa integrada. O Quadro 13, a seguir, apresenta o sistema de assinaturas que a PETROBRAS mantém no mercado como estratégia de consolidação da marca.

Quadro 13 – Assinatura da Marca Petrobras no Mercado

MERCADO/ASSINATURA	VERTICAL	HORIZONTAL
MERCADO INTERNO		
AMÉRICA DO SUL		
FORA DA AMÉRICA DO SUL		

Fonte: Elaboração própria, com base no site institucional da Petrobras. Disponível em: <<http://www2.petrobras.com.br>>

Correlacionando os conceitos de governança corporativa, apresentados no capítulo anterior, a PETROBRAS tem em sua estrutura organizacional em funcionamento o Comitê de Gestão de Controles Internos da Petrobras, criado com o objetivo de examinar e testar o sistema de controle interno para efeito de certificações regulamentadoras, em atendimento a SOX, e basicamente estes controles englobam a auto-avaliação de controles em processos contábeis, financeiros, de serviços, tributários e de tecnologia da informação.

O resultado é a certificação, por organismos reguladores, onde esta certificação permite atestar a concordância com o resultado das avaliações e testes dos controles sob sua responsabilidade. Além de atender aos requisitos legais, o processo de Certificação anual da Companhia contribui para o aprimoramento contínuo dos mecanismos de governança corporativa, a revisão de políticas, diretrizes, códigos e regimentos, a padronização de processos, normas e procedimentos e a ampliação da governança em tecnologia da informação.

As principais ações de melhoria permanente da Companhia na área de controles internos contemplam o gerenciamento integrado dos controles em nível de entidade e de processos, a análise e revisão contínua do mapeamento de riscos nos processos, a extensão gradativa dos controles essenciais a todas as Unidades da Companhia e o desenvolvimento de programas contínuos de formação de gestores em conceitos e ferramentas padronizadas de mapeamento e avaliação de riscos e controles, com o apoio da Universidade Petrobras. O Quadro 14, a seguir, apresenta a estrutura da Governança Corporativa da PETROBRAS.

Quadro 14 – Estrutura da Governança Corporativa da PETROBRAS

ESTRUTURA	DESCRIÇÃO
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	Órgão de natureza colegiada e com autonomia dentro de suas prerrogativas e responsabilidades, estabelecidas por lei e pelo Estatuto Social, tem como principais atribuições fixar as diretrizes estratégicas da Companhia e supervisionar os atos de gestão da Diretoria Executiva. O Conselho tem nove integrantes, eleitos em Assembléia Geral Ordinária para mandatos de um ano, permitida a reeleição. Sete representam o acionista controlador, um representa os acionistas minoritários titulares de ações ordinárias e outro participa em nome dos acionistas titulares de ações preferenciais.
DIRETORIA EXECUTIVA	Exerce a gestão dos negócios, em sintonia com a missão, os objetivos, as estratégias e as diretrizes fixadas pelo Conselho de Administração. É composta pelo presidente e seis diretores eleitos pelo Conselho para mandatos de três anos, permitida a reeleição, podendo ser destituídos a qualquer tempo. Somente o presidente é também membro do Conselho de Administração, sem presidir o órgão.
CONSELHO FISCAL	Permanente e independente da Administração, como prevê a Lei das Sociedades Anônimas, é composto por cinco membros, com mandatos de um ano, permitida reeleição. Um deles representa os acionistas minoritários; outro, os acionistas titulares de ações preferenciais; e três atuam em nome da União — um deles indicado pelo ministro da Fazenda, como representante do Tesouro Nacional. Cabe ao Conselho Fiscal representar os acionistas na sua função fiscalizadora, acompanhando os atos dos administradores e verificando o cumprimento dos seus deveres legais estatutários, bem como defender os interesses da Companhia e dos acionistas.
AUDITORIA	A auditoria interna planeja e executa as atividades de auditoria do Sistema Petrobras. Assessora a Alta Administração no alcance dos objetivos definidos no Plano Estratégico por meio de uma abordagem sistemática e disciplinada para avaliação e melhoria da eficácia dos processos de gerenciamento de riscos, controle e governança corporativa. Em 2006, foi incluída nas atividades da auditoria a execução dos testes de controles internos visando especificamente à certificação exigida pela Lei Sarbanes-Oxley. A Companhia se vale também de auditoria externa, escolhida pelo Conselho de Administração, com restrição à prestação de serviço de consultoria. É obrigatório o rodízio para contratação da empresa de auditoria externa a cada cinco anos.
OUVIDORIA GERAL	A Ouvidoria Geral da Petrobras, vinculada ao Conselho de Administração, planeja, orienta, coordena e avalia atividades que visem acolher opiniões, sugestões, críticas, reclamações e denúncias dos públicos de relacionamento da Companhia, promovendo as apurações decorrentes e as providências a serem adotadas. Cabe a essa unidade atuar como canal para recebimento e processamento de denúncias a respeito de questões contábeis, controles internos e auditoria, incluindo a submissão confidencial e anônima por empregados, de modo a atender às exigências da Lei Sarbanes-Oxley.
COMITÊS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	Foram instituídos três comitês — Auditoria, Meio Ambiente, Remuneração e Sucessão. Seus integrantes pertencem ao próprio Conselho de Administração e o assessoram no cumprimento das responsabilidades de orientação e direção superior da Companhia. O Comitê de Auditoria – Atendendo totalmente às exigências da lei Sarbanes-Oxley, é composto por três membros independentes do Conselho de Administração, sendo seu presidente um especialista financeiro — de acordo com as definições da Securities and Exchange Commission (SEC). Tem como função analisar questões relacionadas à integridade dos relatórios financeiros em US GAAP e à eficácia dos controles internos, assim como supervisionar os auditores externos e internos da Petrobras.
COMITÊS DE NEGÓCIOS	Fórum de integração, atua na promoção do alinhamento entre o desenvolvimento dos negócios, a gestão da Companhia e as diretrizes do Plano Estratégico, dando suporte ao processo decisório da Alta Administração.
COMITÊS DE GESTÃO	Fóruns para amadurecimento e aprofundamento de temas a serem apresentados ao Comitê de Negócios, com o qual trabalham de forma articulada. Esta integração também existe entre os Comitês de Gestão e no seu relacionamento com os Comitês do Conselho de Administração. A Companhia conta com os seguintes Comitês de Gestão: Exploração e Produção; Abastecimento; Gás e Energia; Recursos Humanos; Segurança, Meio Ambiente e Saúde; Análise de Organização e Gestão; Tecnologia da Informação; Controles Internos; Riscos; Tecnologia Petrobras; Responsabilidade Social e Ambiental; Marketing e Marcas.

Fonte: Elaborado pelo Autor, com base no Relatório Anual (2007). Disponível em: <<http://www2.petrobras.com.br>>

O Plano estratégico integrante do Relatório Anual de 2007 apresenta uma estrutura por segmento de negócio e não mais por área de negócio, estruturado em seis segmentos: Exploração e Produção (E&P), *Downstream* (Refino, Transporte e Comercialização), Petroquímica, Distribuição, Gás e Energia e Biocombustíveis. Outro aspecto diz respeito aos desafios de gestão, com foco em disciplina de capital, recursos humanos, responsabilidade social, mudança climática e tecnologia. A Visão Petrobras 2020 e as metas de crescimento do Plano de Negócios 2008-2012 levam em conta o comprometimento da Companhia com o desenvolvimento sustentável dos países e dos mercados onde atua com base nos fatores de sustentabilidade: Crescimento Integrado, Rentabilidade e Responsabilidade Social e Ambiental. A Figura 9 ilustra a estratégia corporativa da PETROBRAS.

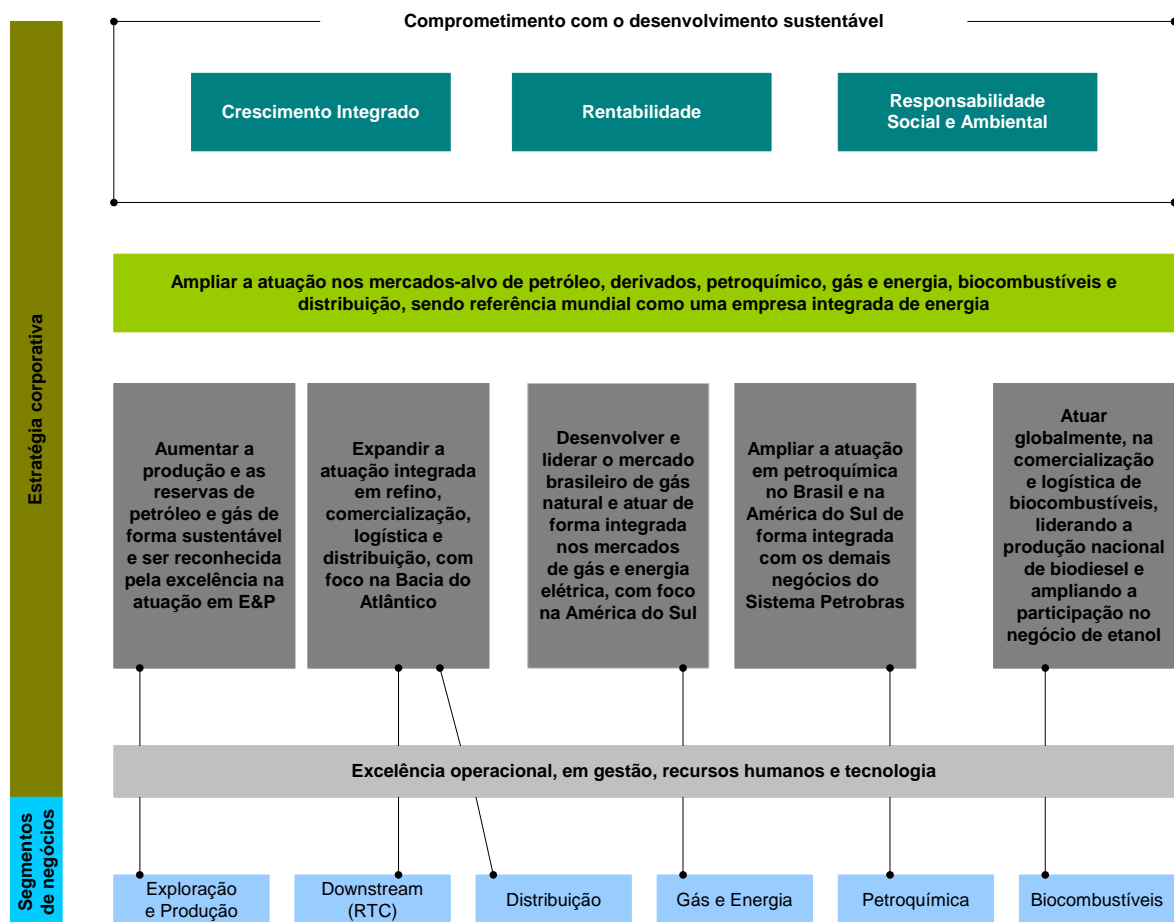


Figura 9 – Estratégia Corporativa da Petrobras

Fonte: Relatório Anual (2007). Disponível em: <<http://www2.petrobras.com.br>>

#### 4.3 Descrição do Modelo Proposto (PLANILHA DE CÁLCULO), Metodologia de Apuração do Valor da Marca e Apresentação dos Resultados.

A PLANILHA DE CÁLCULO é dividida em três partes, sendo a primeira parte correspondente aos dados históricos, obtido a partir das demonstrações financeiras publicadas. A segunda parte corresponde à série futura, que normalmente compreende a projeção do fluxo de caixa para 10 anos (período de projeção) e a terceira e última parte corresponde à série de perpetuidade (período após a projeção), obedecendo ao princípio da continuidade ou aquele período que na linguagem de finanças é esperado que o retorno dos investimentos a longo prazo se reduza até o nível aproximado de seu custo de capital, em outras palavras, “o investimento passa a ser remunerado em percentual bastante próximo ao da taxa mínima de retorno requerida pelos provedores de capital (credores e acionistas)” (ASSAF, 2003, p. 594). A seguir apresentaremos a ilustração destas etapas, começando com a Figura 10, que apresenta os parâmetros de alimentação dos dados a partir das informações das demonstrações financeiras do último exercício contábil.

<b>DADOS DO ANO BASE:</b>	<b>2007</b>
LOP (Lucro Operacional)	
Despesas de Capital	
Depreciação	
Receita do Ano-Base	
<b>PREMISSAS:</b>	
Capital de Giro (% da receita)	0,00%
Imp. de Renda/Contr. Social	34,00%
T-Bonds (para 10 anos)	0,00%
Prêmio pelo Risco	0,00%
<b>1- PERÍODO DE CRESCIMENTO: 2008 / 2017</b>	
g =	0,00%
Beta =	-
Cust.Dív. (sem IR+CS) =	0,00%
Passivo / Investimento =	0,00%
<b>2- PERÍODO ESTÁVEL: 2018 ...</b>	
g =	0,00%
Beta Alavancado =	-
Cust.Dív. (sem IR+CS) =	0,00%
Passivo / Investimento =	0,00%

Figura 10 - Visão Gráfica da Área de Alimentação dos Dados Históricos  
Fonte: Elaboração própria

No campo denominado Dados do Ano Base é lançado o lucro operacional, a despesa financeira com custo de capital de giro, a depreciação de ativos, bem como a receita bruta total do ano base, que, normalmente, sob o ponto de vista contábil, representa as demonstrações financeiras do último exercício social, auditadas, inclusive. Com relação às premissas, o % do capital de giro é obtido a partir da relação correspondente entre o total de empréstimos e financiamentos (capital de giro) versus total da receita bruta com vendas de mercadorias, ou seja, qual o percentual da receita bruta com vendas de mercadorias, produtos e serviços corresponde ao capital de giro tomado. A linha de tributos corresponde ao **Imposto de Renda Pessoa Jurídica, Adicional de Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido**, que pelo regime tributário do Lucro Real correspondem respectivamente à 15% (quinze) por cento, 10% (dez) por cento e 9% (nove) por cento.

O T-Bonds = (t-bonds)+(riscobrasil), e por definição de mercado correspondem aos Títulos do Governo Norte-Americano que são utilizados como referência para se mensurar a taxa livre de risco (*Risk Free*) ou seja, qual o percentual de ganho adicional quando sua carteira de investimento está localizada em mercados emergentes. O T-Bonds utilizado como premissa corresponde a 3,496%.

O Prêmio pelo Risco pode ser entendido como o risco de mercado, por exemplo, o Risco País<sup>9</sup>: determinado pelas avaliações das agências de *Rating*. Ainda como conceito de risco, TINOCO (2003) disponível em: <HTTP\:\www.ppe.ufrj.br\ppe\production\tesis\ebpereira2.pdf> afirma que: “ o risco país é medido como risco de inadimplência para pagamento da dívida externa, influenciado pela instabilidade política e/ou econômica, afetando as expectativas dos investidores estrangeiros”. O Prêmio de Risco foi calculado na data base de 31 de dezembro de 2007 com base na seguinte formula a seguir:

$$PR = SELIC - T-Bonds 10 \text{ anos} - \text{Risco Brasil} - IPCA.$$

<sup>9</sup> O termo risco-país foi criado em 1992 pelo banco americano JP Morgan para permitir, a seus clientes (investidores), tomar a decisão de investir ou não em determinado país. É um número que mede o nível de desconfiança ou risco dos mercados financeiros em relação aos países emergentes, o Brasil é um país emergente. O risco-país sinaliza para o investidor a capacidade do país honrar ou não seus compromissos. Quanto mais alto for este número, maior será a possibilidade deste país vir a dar um calote na dívida. Isto afasta os investidores, logo o país terá de oferecer juros mais altos para convencer os investidores a comprar seus títulos - é um prêmio pelo risco. Este indicador associado a outros fatores, sinaliza para gestores de fundos a tomarem a decisão de investir ou não, em um determinado país. O risco-país que tem a denominação de índice \*Embi+ e tem abrangência para 21 países: México, Argentina, Nigéria, Venezuela, Colômbia, Rússia, Turquia, Ucrânia, Peru, Filipinas, Panamá, Polônia, Malásia, Coreia do Sul, Bulgária, Qatar, Equador, África do Sul, Marrocos e Egito e Brasil. \**Emerging Markets Bonds Index, ou Índice de Títulos dos Mercados Emergentes*. Se, quanto menor for o número do risco-país, maior é a confiança na capacidade deste país honrar seus compromissos, isto leva os investidores internacionais a utilizarem os títulos do tesouro americano como aplicação de referência, por ser o mais seguro do mundo, ou seja risco zero. A taxa é medida em pontos e calculada a partir de uma cesta de títulos negociados nos principais centros do mercado financeiro mundial. Cada ponto significa 0,01 ponto percentual de prêmio acima do rendimento dos papéis da dívida dos EUA, considerada de risco zero de calote. Ao dar 381 pontos a um país, taxa alcançada pelo Brasil na última sexta-feira (04/03/2005)-, o mercado mostra que para assumir o risco com os títulos emitidos pelo Brasil, para o investidor estrangeiro, só compensaria os riscos, se negociados a uma taxa de 3,81 pontos acima de um título do tesouro americano. No caso brasileiro, tem como base um conjunto de títulos que circulam no mercado secundário da dívida externa brasileira, com destaque para o título do governo, o " C-Bond". SARDENBERG, Carlos A. Não há risco de calote. De onde vem o medo? O Estado de São Paulo, 24 de junº 2002, p.B2.

<u>REF</u>	<u>DESCRIÇÃO</u>
PR	Prêmio de Risco - Pode ser entendido como o risco de mercado - Por exemplo o Risco País: determinado pelas avaliações das agências de <i>Rating</i>
SELIC	Reflete o custo do dinheiro para empréstimos bancários, com base na remuneração dos títulos públicos.
T-Bonds	Títulos do Governo Norte-Americano - São utilizados como referência à taxa livre de risco: Risk Free
Risco Brasil	Tempo de Maturação do Investimento (05 anos)
IPCA	É o índice oficial do Governo Federal para medição das metas inflacionarias, contratadas com o FMI.

Fonte: Adaptado de Copeland, Koller, Murrin (2000, p, 207).

Alterando os valores tem-se em %:

$$\text{Prêmio de Risco} = 11,180 - 3,496 - 2,210 - 4,457 = 1,017$$

Também como premissas nós temos variáveis que são medidas no período de crescimento e no período estável e dizem respeito ao percentual de taxa crescimento estimado denominado  $g$ , onde esta taxa dificilmente será igual a zero, uma vez que as projeções são feitas em moeda nominal.

Deste modo, devemos sempre utilizar uma taxa de crescimento igual à inflação pelo menos, deste modo, quando não se conhece a inflação, para efeito de projeção pode se utilizar o percentual de 1% ao mês a título de taxa de crescimento, valor este utilizado para atualização de contencioso judicial, porém outro indicador de crescimento muito utilizado em avaliações de empresas, inclusive considerado na Bovespa é a variação do PIB, que em 31 de dezembro de 2007 segundo fonte obtida no site do Banco Central do Brasil correspondeu à **3,70%**, percentual este que será utilizado no período em crescimento e na perpetuidade.

Continuando, temos também o **Beta** ( $\beta$ ) (que representa a medida indicadora de risco da empresa e do seu setor de atuação. O **Beta** ( $\beta$ ) representa o risco sistemático da empresa refletindo características tais como o setor em que a empresa atua. A tabela do **Beta** ( $\beta$ ) está demonstrado na página 33.

Quanto mais próximo de 1, mais representativa do setor é a empresa, que pode também ser desdobrado em **Beta Alavancado** ( $\beta_a$ )<sup>10</sup>. O **Beta** ( $\beta$ ) mostra a sensibilidade da variação do retorno de um ativo individual em relação à variação do retorno da carteira de mercado, em síntese: o mede a correlação entre o retorno de uma ação e o retorno da carteira de mercado (S&P500). O custo da dívida representa o total dos juros sobre o capital de giro durante o ano base versus o o total do capital de giro de curto e longo prazo, e representa o percentual deste passivo frente o investimento total menos os tributos. O **Beta** ( $\beta$ ) considerado na Tabela 4 para Produção & Refino de Petróleo é 0,59 nos EUA, porém utilizaremos 0,80 frente ao contexto de economias emergentes. Para cálculo do **Beta Alavancado**, levou-se em consideração a estrutura de capital existente, que exprime os riscos de negócio e financeiro da empresa, ou seja, qual a composição dos recursos para atividade fim, capital próprio e/ou de terceiros correlacionando-se o efeito da carga tributária do País. A fórmula para cálculo é a seguinte:

$$Ba = [B \times (Ke + Ki) \times (1 - T)] / (Ke)$$

<u>REF</u>	<u>DESCRIÇÃO</u>
D/(D+E)	Participação do capital de terceiros no capital total da empresa
T	Taxa de impostos
Ke	Capital Próprio
Ki	Capital de Terceiros
R <sub>f</sub>	Taxa livre de risco
Beta	Volatilidade da empresa em relação ao mercado (sensibilidade da variação das ações da empresa em função da variação geral do mercado acionário)

Fonte: Adaptado de Copeland, Koller, Murrin (2000, p, 207).

A relação de passivo frente o investimento total representam Relação % entre o passivo oneroso e os investimentos e denota também a relação entre o capital próprio: Ke e o capital de terceiros: Ki. Estas premissas devem ser calculadas para a série em crescimento e série estável. Em síntese o custo da dívida é calculado a partir do somatório dos valores obtidos para a taxa livre de risco e da medida do Risco Brasil, acrescidas de um prêmio de risco da empresa referente ao risco de inadimplência do empreendimento obtido a partir do índice de cobertura de juros.

<sup>10</sup> O beta desalavancado da firma é determinado pelo tipo de negócio no qual ela se encontra operando e por sua alavancagem operacional, recebendo, também, a denominação de beta do ativo por ter seu valor fixado como função dos ativos que a firma detém. Já o beta alavancado é definido tanto pelo risco do negócio, quanto pelo montante de risco financeiro ao qual a firma se encontra exposta, razão pela qual recebe a designação de beta do acionista. Tinoco(2003).



A Figura 11, abaixo, descreve a estrutura do período explícito ou período em crescimento onde a projeção do fluxo de caixa é desenvolvido e lançado tendo como referência o ano-base. O período estável é necessário para se calcular o valor residual. Como parte integrante também deve ser incluído na composição da projeção do fluxo de caixa estimado o valor da variação do investimento em Capital de Giro.

COMPOSIÇÃO	ANO-BASE	PERÍODO EM CRESCIMENTO				ESTÁVEL
		1	2	.....	n	n1
LOP antes do IR	0	0	0	0	0	0
IR sobre LOP	0	0	0	0	0	0
Depreciação	0	0	0	0	0	0
Despesas de Capital	0	0	0	0	0	0
Var. Invest. em Giro	-	0	0	0	0	0
<b>F.O.C.F.</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Cálculo da Variação do Investimento em Capital de Giro</b>						
Receita vendas serviços	0	0	0	0	0	0
Capital de Giro	0	0	0	0	0	0
<b>Variação no Cap. Giro</b>	<b>-</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Figura 11 - Visão Gráfica da Área de Alimentação dos Dados Relativos ao Período Explícito  
Fonte: Elaboração própria

A fórmula para cálculo do FCD (Fluxo de Caixa Descontado) está demonstrada na página 67. Nesta etapa é levada em consideração a metodologia do fluxo de caixa projetado que pode ser desenvolvido com cenário alavancado ou não alavancado conforme descrito na página 62 e ele gera dois dados importantes, o EBITDA = Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (*Earning before interest, tax, depreciation and amortization*) e EBIT = Lucro antes dos juros e impostos (*Earning before interest, tax*).

A análise apresentada na Figura 12 a seguir demonstra o cálculo da marca no período em crescimento e na perpetuidade, totalizando o valor da marca, entretanto depende da taxa de desconto e geralmente a taxa aceita pelos avaliadores é o custo médio ponderado de capital (**WACC** - *Weighted Average Cost of Capital*), pois este representa os riscos associados ao negócio e os custos de oportunidade dos provedores de capital (recursos próprios e/ou de terceiro) que financiam as atividades operacionais da empresa, pois incorpora os riscos associados ao negócio e reflete custo de oportunidade.

ANÁLISE FINAL - Quadro de Indicadores		Período Crescimento	Período Estabilidade	Valor da Marca
	Ke =			
	Ki =			
	WACC =			
Valor da Marca (por período) =		Valor Explícito	Valor Residual	Valor Total

Figura 12 - Visão Gráfica da Análise Final

Fonte: Elaboração própria

O custo médio bruto de capital de terceiros - **ki**, apresentado na Figura 13, é obtido a partir da relação entre o Custo da Dívida vezes (1-Tributos) tanto no período em crescimento como na estabilidade. O **Ki** corresponde à taxa bruta de captação e representa o custo de capital de terceiros antes do IR ou seja:

$$K_i = R_m \times (1 - IR)$$

Alterando os valores tem-se:

	Período Crescimento	Período Estabilidade
Ki =	11,3%	11,3%

Figura 13 - Visão Gráfica do Cálculo Custo de Capital de Terceiros

Fonte: Elaboração própria

O Custo de Capital Próprio - **ke** é obtido a partir da relação entre o **T-Bonds** + (Beta vezes a Taxa de Risco) tanto no período em crescimento como na estabilidade. O **Ke**, a exemplo do **Ki**, mede a remuneração sobre o capital do acionista denominado Patrimônio Líquido ou fontes internas de recursos, empréstimos de mútuo entre partes relacionadas, na linguagem contábil/fiscal e representa a relação dívida/capital próprio, calculada com base na média de endividamento das empresas adequado ao mercado brasileiro.

Sua fórmula consta na página 68 e a disposição para cálculo na planilha eletrônica do EXCEL, alterando-se os valores, é a seguinte:

	Período Crescimento	Período Estabilidade
Ke =	4,1%	4,3%

Figura 14 - Visão Gráfica do Cálculo Custo de Capital Próprio

Fonte: Elaboração própria

O **WACC** mede a relação entre os %s de  $K_e$  e de  $K_i$ , ou seja, taxa de desconto. O WACC, tanto para o período em crescimento como na estabilidade, é calculado a partir da fórmula disposta na página 64 e sua disposição para cálculo na planilha eletrônica do EXCEL, alterando-se os valores, é a seguinte:

	Período Crescimento	Período Estabilidade
WACC =	5,3%	5,4%

Figura 15 - Visão Gráfica do Cálculo da Taxa de Desconto (WACC)

Fonte: Elaboração própria

Esta taxa encontrada é utilizada para o cálculo do valor da marca na série em crescimento e no período de perpetuidade e representa a taxa  $r$  de desconto demonstrado na fórmula da página 67 para cálculo do fluxo de caixa descontado, e o somatório das séries permite a mensuração do valor da marca. Concluindo, considerando as premissas adotadas, o valor da marca PETROBRAS, somando o período em crescimento e o período perpetuidade (Estabilidade) temos o seguinte valor em milhares de Reais:

Valor da Marca (por período) =	Período Crescimento	Período Estabilidade	Valor da Marca
	208.432.562	1.298.351.126	1.506.451.563

Figura 16 - Visão Gráfica do Cálculo do Valor da Marca

Fonte: Elaboração própria

Para efeito de comparabilidade dos valores encontrados, a seguir a descrição dos critérios comparativos e a mensuração do valor da marca PETROBRAS, considerando o valor de mercado (VM), o valor contábil (VP), o valor pelo Instituto *Brand Analytics*<sup>11</sup> (BA) e o valor da marca pelo Fluxo de Caixa Descontado (FCD).

<sup>11</sup> A BrandAnalytics, consultoria de branding brasileira, que todo ano divulga o ranking brasileiro das marcas mais valiosas, O levantamento da BrandAnalytics mede quanto uma marca gera de valor para os acionistas. Não se trata apenas de identificar o recall, sua penetração no mercado ou o prestígio, embora esses indicadores entrem na metodologia de cálculo da BrandAnalytics. O ranking mostra que nunca as marcas brasileiras se valorizaram tanto em tão pouco tempo. A marca Petrobras passou a valer US\$ 1, 012 bilhão, 37% a mais do que o registrado no ano anterior e praticamente dobrando de valor em relação a 2005. "A marca é um ativo estratégico para nós", disse à revista ISTOÉ Dinheiro Eduardo Felberg, gerente de Imagem Corporativa e Marcas da Petrobras. "Num setor de commodities como o nosso, o diferencial é a marca. Disponível em: [http://www2.petrobras.com.br/ri/port/Noticias/Noticias/Not\\_marca.asp](http://www2.petrobras.com.br/ri/port/Noticias/Noticias/Not_marca.asp). Acesso em: 29 jul 2007.

Vale lembrar que a quantidade de ações foi levantada no site institucional da PETROBRAS data base em 31 de dezembro de 2007 e o valor das ações em 28 de dezembro de 2007 no site da BOVESPA, portanto antes do fato relevante ocorrido em 03 de março de 2008 quando ocorreu o desdobramento das ações em PETRO3 e PETRO4 que teve como objetivo facilitar ao pequeno investidor a comprar ações da PETROBRAS e conseqüentemente ampliar a base de acionistas.

A avaliação com base no valor das ações em Bolsa de Valores trata-se de um método simples e válido apenas para sociedades anônimas de capital aberto, porém, a eficiência do método é apenas ratificada se a empresa possuir expressiva liquidez de mercado, que garanta ao preço destas ações um valor de sujeito a poucas oscilações especulativas e neste sentido, a Petrobrás apresenta-se como uma das empresas mais líquidas do Brasil. O Valor Patrimonial corresponde ao valor contábil, total de ativos mais passivos de possível realização financeira. O valor de Mercado é mensurado a partir do total de ações preferências (OP) e ações ordinárias (ON).

O valor da empresa com base no Instituto *Brand Analytics* foi obtido no site da PETROBRAS, e a descrição da metodologia de cálculo do Instituto leva em consideração a base de dados financeiros e de mercado de capitais da *BrandAnalytics*, a pesquisa de mercado *BrandZ*, da *Millward Brown*.<sup>o</sup> O critério para determinação da marca mais forte é obtido como resultado do processamento das pesquisas, que, ao final, consideram duas variáveis-chave neste processo: a Presença e o *BrandVoltage*<sup>TM</sup>. Do produto da Presença pelo *BrandVoltage* tem-se o Índice de *Brand Equity*. Para a análise financeira, a base inicial de informações é o Valor de Mercado (*Market Capitalization*) da empresa e o valor dos seus Ativos Tangíveis. A diferença entre estes dois valores corresponde ao valor dos Ativos Intangíveis.

Dentre os Ativos Intangíveis se destacam Marca, Capital Humano, Tecnologia, Sistemas de Distribuição, Sistemas de Produção, Base de Clientes, Patentes e Fórmulas. Para a análise de Demanda são separados a importância da marca em relação aos outros intangíveis utilizamos os dados do *BrandZ*, pesquisa de natureza quantitativa que busca compreender o relacionamento dos consumidores com as marcas. A partir de uma pirâmide onde se estabelece este relacionamento, denominada *BrandDynamics*, apuramos quantos consumidores possuem um relacionamento mais emocional com as marcas e os que possuem um relacionamento baseado em atributos como Preço ou Localização, mais racional.

Com base neste procedimento, estimamos o papel da marca na geração de resultados da empresa (*Brand Contribution*). Este número varia de 1 a 5, conforme a marca e a categoria. Na etapa de análise de força da marca é estimada a taxa que reflete o risco da marca a partir da análise da forma da marca (Índice de *Brand Equity*). São considerados no modelo de determinação da força da marca atributos como Presença, *BrandVoltageTM*, Participação de *Market Share*, Qualidade do Suporte de Comunicação e Risco do Setor de Na etapa de atuação, é feito a análise da força da marca, determinamos a sua taxa de risco.

Por fim, a avaliação da própria marca, que é o resultado da atualização de seus lucros futuros pela taxa de desconto que reflete o seu risco. Diante do exposto, segue abaixo as premissas e os valores de referência conforme Tabela 3 e a plotagem no Gráfico 1.

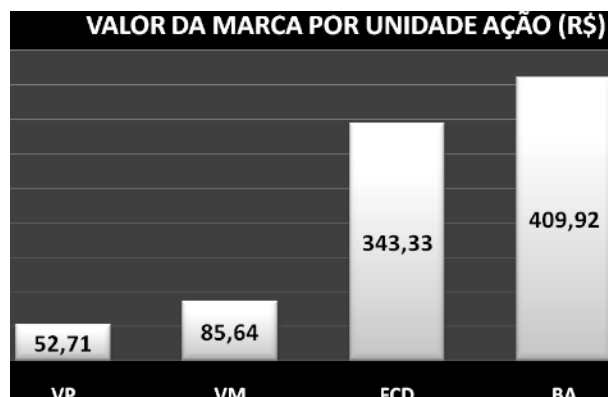
Tabela 3 – Premissas Financeiras para o Cálculo do Valor da Marca por Ação

<b>PREMISSAS</b>	<b>VP</b>	<b>VM</b>	<b>FCD</b>	<b>BA</b>
TOTAL ATIVO	231.227.800,00			
VALOR MERCADO		85,64		
VALOR DA MARCA			1.506.451.563	
BRAND ANALYTCS				1.798.324.000,00
TOTAL DE AÇÕES	4.387.038		4.387.038	4.387.038
<b>VALOR POR AÇÃO</b>	<b>52,71</b>	<b>85,64</b>	<b>343,39</b>	<b>409,92</b>

Fonte: Elaboração própria.

A apresentação dos valores encontrados dos diferentes modelos de avaliação, demonstrados no gráfico abaixo, não guardam reciprocidade, portanto, são passíveis de uma análise conjunta, visto o conjunto de variáveis, principalmente no modelo FCD, utilizadas, que depende de cenários econômicos e a própria perspectiva de evolução da economia e podem influenciar o fluxo de caixa da empresa que está sendo avaliada, podendo afetar o resultado, pois o avaliador pode perder a objetividade tendo em vista não poder controlar as variáveis por serem subjetivas e que, portanto no caso específico do FCD, os erros inerentes às estimativas podem resultar em um valor que não devem ser tidos como final e inquestionável.

Gráfico 1 – Valor Unitário da Marca por Modelo de Avaliação



Fonte: Elaboração própria

<u>REF</u>	<u>DESCRIÇÃO</u>
VP	Valor Patrimonial
VM	Valor de Mercado (Bolsa de Valores)
FCD	Fluxo de Caixa Descontado
BA	<i>Brand Analytics</i>

A exemplo disto podemos destacar a variável do Risco Brasil que historicamente já foi muito elevada o atualmente tem avaliação positiva, ou seja, o Risco (*rating*) Brasil depende de avaliações efetuadas pela agência Standard & Poor's, A avaliação classifica o país no grupo dos países considerados bons pagadores e com condições de receber recursos de grandes fundos internacionais, que só investem em países que têm a classificação de grau de investimento atestado por pelo menos três agências de *rating*.

O valor encontrado utilizando a metodologia do FCD, teve outras limitações relacionadas com as estratégias de endividamento e investimentos, que não são conhecidas pelo autor, o que determinou a utilização dos parâmetros anteriormente apresentados, porém de forma constante, ou seja, não apresentando variações no período de crescimento, muito menos no período da perpetuidade. A adoção deste critério limítrofe permitiu que a disposição do FCD, em algumas contas, se mantivesse quase que uniforme, como por exemplo, a despesa de depreciação, despesas operacionais, despesas comerciais bem como os custos de produção e os impostos sobre o faturamento.

Diante do exposto a mensuração do valor da marca com a aplicação apenas do modelo de avaliação com base no FCD requer uma atenção especial visto representar ser um processo complexo, que envolve variáveis subjetivas e ferramental técnico, conhecimento das atividades da empresa a ser avaliada, qualidade das informações utilizadas. Estes valores somados às características particulares de cada modelo de avaliação é condição essencial para a eficiência do resultado final, por conseguinte na prática devem ser ponderadas pelo avaliador de forma a permitir a apuração de um valor que represente a melhor estimativa possível do valor econômico da empresa.

## Capítulo V

### CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

A avaliação de uma marca, também é a avaliação da própria empresa e a sua mensuração econômica pode representar um diferencial no mundo globalizado, pois permite que as empresas promovam vantagem competitiva frente aos seus concorrentes aumentando o valor patrimonial por cotação para efeito de negociação societária, permite conhecer o valor real da empresa atual e/ou futuro na conjuntura atual da economia e de negócios, visualiza o potencial de perspectivas da empresa para tomada de decisões estratégicas e permite conhecer o valor real das ações para efeito de negociação de compra ou venda fusões e incorporações. No capítulo II foram apresentados os diversos conceitos de marca,

Porém para a mensuração do valor da marca, torna-se necessário definir uma metodologia, estabelecer o contexto em que a sociedade empresarial atua, (mercados de economia perfeito ou mercados emergentes), pois dependendo destas condições o volume de variáveis, o custo do capital e a natureza da alavancagem operacional (domínio da tecnologia e de custos) e alavancagem financeira (capital próprio versus capital de terceiros) a taxa de retorno sobre o capital investido pode ser maior o menor, por este motivo a abordagem no capítulo III nos remete a uma série de metodologias tipificadas de forma a permitir identificar dentre elas, aquela que melhor possa evitar a subjetividade para efeito da determinação do valor da marca e neste sentido a estimativa do custo médio ponderado e do custo de capital de dívida, atrelado ao beta alavancado do setor, com a projeção de fluxos de caixas descontados, a valor presente, é sugerido como metodologia para mercados emergentes.

Nosso objetivo foi propor um modelo didático para cálculo do valor da marca, considerando dentre as metodologias apresentadas, aquela metodologia que mais se aproxima de princípios conservadores para o computo do valor da marca, dentro de uma realidade econômica, principalmente em mercados emergentes, o que requer especial atenção na mensuração e utilização de índices financeiros que possam refletir a realidade contextualizada. O sistema de patentes permite que uma invenção possa ser protegida pelo sistema de propriedade industrial, e conseqüentemente, estimular empresas à exploração dessas criações em escala industrial, que por sua vez, mediante estratégias de mercado, estabelecer fidelização de marcas, propiciando retorno financeiro ao acionista compensando desta forma os investimentos em pesquisa e desenvolvimento.



Neste sentido o papel dos sistemas internacionais de registros de patentes, e principalmente o INPI, no Brasil, que dentre as suas atribuições, se destaca pela concessão de patente, registro de marca, registro de programa de computadores, averbação de contratos e registro de indicação geográfica, desempenha papel de fundamental importância no Brasil consolidando seus objetivos mediante o cumprimento da legislação.

O desenvolvimento tecnológico alinhado às estratégias de inovação e gestão tecnológica torna possível a mais valia da marca, visto a possibilidade de longevidade do produto, daí a reflexão da importância do uso destas estratégias como fator de diferenciação. Neste sentido o capítulo IV buscou a apresentação dos principais conceitos envolvendo estratégia, sistemas de informação, gestão, imitação e inovação e como estas ferramentas podem contribuir para que estas sociedades empresárias mantenham investidores atraídos e motivados em função do retorno do capital investido.

Esta realidade de fato caracteriza a competitividade, a diferenciação e a fidelização e pontua as regras do atual cenário globalizado, obrigando às empresas a protegerem suas criações intelectuais, visto a importância dos ativos intangíveis para o desenvolvimento da tecnologia e do conhecimento. Especial destaque para a possibilidade de classificação da capacidade tecnológica em empresas de economias emergentes o que tecnicamente pode determinar a capacidade entre utilizar tecnologia e sistema de produção com capacidade de adaptação e desenvolvimento de novos processos de produção, sistemas organizacionais, produtos, equipamentos e projetos de engenharia.

Estas características diferenciadoras entre as organizações permitiram-nos classificar a PETROBRAS como estudo de caso, para a mensuração do valor da marca, em função de ser uma empresa brasileira, atualmente a empresa que mais registra patentes, uma empresa que investe 240 milhões de dólares em pesquisa e inovação, uma empresa que mantém convênio com 232 universidades e institutos de pesquisa e emprega 750 cientistas na companhia, conforme abordado no capítulo V.

Também descrevemos neste capítulo final a estrutura da planilha didática de mensuração do valor da marca, como contribuição, detalhando a metodologia, as variáveis bem como descrevemos a base de dados da PETROBRAS, salientando que as informações da companhia foram obtidas no site institucional, porém, ocorreram limitações quanto aos dados levantados, o que determinou a produção de fluxos de caixa estimados para a série futura, fazendo uso de critérios estruturalmente conservadores, pelo fato do pesquisador não ser funcionário da companhia e considerando esta limitação o valor encontrado foi calculado com base nas informações contábeis do exercício contábil encerrado em 31 de dezembro de 2007 e representa uma estimativa, portanto não deve ser comparado com empresas concorrentes para se evitar interpretações distorcidas em função das limitações dos dados históricos apresentados e sua respectiva projeção.

Destaca-se ao final, a importância do desdobramento deste trabalho com o emprego desta metodologia e planilha didática de mensuração do valor da marca em bases comparativas no setor da indústria química, além dos outros setores econômicos da atividade industrial do país, de forma que os resultados encontrados possam melhor ser trabalhados com ferramentas estatísticas e ao mesmo tempo permitir a difusão didática da importância da mensuração do valor da marca.

## REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO

\_\_\_ **Balço de determinação.** *Anais do XVI Congresso Brasileiro de Contabilidade.* Goiânia, 2000.

AEKER, David A. **Criando e administrando marcas de sucesso.** Tradução Eduardo Lasserre. São Paulo Futura. 1996, p. 19.

ALBUQUERQUE, Eduardo da Motta. **Patentes segundo abordagem neo-schumpeteriana: uma discussão introdutória.** Revista de economia política, vol. 18 nº4 (72) Outubro/ Dezembro 1998. Disponível em: <<http://www.rep.org.br>> Acesso em: 26 abr 2007

BNDES – O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. **Linhas de Crédito para Inovação.** Disponível em: <<HTTP://www.bndes.gov.br/inovacao/default.asp>. Acesso em: 23 de junº 2008.

BORTEN, G.A. Inovação e Educação Tecnológica: O Caso das Patentes. Dissertação de Mestrado CEFET- Belo Horizonte – 2006. Disponível em: <<http://www.et.cefetmg.br/info/downloads/DissertaçãGeorgeAlbertoBortenpdf> > Acesso em: 24 de junº2008.

BRANDANALYTCS - **Comunicação, consumo, audiência, e valor ou equity de marcas - branding e imagem corporativa. Ativos Intangíveis – Parâmetros de Avaliação – Seminários de Ativos Intangíveis – INPI – Disponível em:** <[http://ww.inpi.gov.br/.../imprensa/Seminario/Ativos Intangiveis/Valoraçã/Financiamento.pdf](http://ww.inpi.gov.br/.../imprensa/Seminario/Ativos_Intangiveis/Valoraçã/Financiamento.pdf)> Acessado em: 24 jul 2008.

CHIZZOTTI, A. **Pesquisa em Ciências Humanas e Sociais.** São Paulo, Cortez, 1991, p. 81-84.

CONSTITUIÇÃO DA REPUBLICA FEDERATIVA DO BRASIL de 05 de outubro de 1988.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. **Banco de Dados.** [On Line]., Disponível em: <<http://http://www.cfc.org.br>>. Acesso em: 22 de jun 207.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas: valuation**° São Paulo: Makron Books, 2000.

DAMODARAN, Aswath. **Damodaran on valuation**° New York, *John Wiley*, 2003.

Decreto 5.424 DE 10 DE JANEIRO DE 1905.

FALCINI, Primo. **Avaliação econômica de empresas: técnica e prática**. São Paulo: Editora Atlas, 1995.

FASB - **Financial Accounting Standards Board - Financial reporting**: European Commission welcomes IASB/FASB convergence (2002) – Disponível em: <<http://www.fasb.org/news>>. Acesso em: 24 jul 2008

FIGUEIREDO, Paulo N° **Acumulação Tecnológica e Inovação Industrial**: São Paulo em *Perpectiva*, v. 19, nº 1, p.54-59, jan/mar.2005. Disponível em: <<HTTP://www.scielo.br>> Acesso em: 13 de jun° 2008.

FUNDAÇÃO DE AMPARO À PESQUISA DO ESTADO DE SÃO PAULO – FAPESP. Coordenação de Francisco Romeu Landi. **Indicadores de ciência, tecnologia e inovação em São Paulo: 2001**. São Paulo: FAPESP, 2002.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2002.

GUIA DE CONTABILIDADE – ORIENTAÇÃO 14-B

HOOG, Wilson Alberto Zappa. **Prova pericial contábil**: aspectos práticos & fundamentais / 2 ed. Curitiba: Juruá Editora, 2002.

HOOG, Wilson Alberto Zappa. **Fundo de Comércio Goodwill em**: Apurações de Haveres, Balanço Patrimonial, Dano Emergente, Lucro Cessante, Locação Não Residencial. / 1 ed. Curitiba: Juruá Editora, 2007.

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - **Estatísticas** – Disponível em: <<HTTP://www.ibge.org.br/>>. Acesso em 01 jul 2008.

INPI – Instituto Nacional de Propriedade Industrial – **Organograma** - Disponível em: <[HTTP://www.inpi.gov.br/menu-esquerdo/instituto/index.htm-new-version](http://www.inpi.gov.br/menu-esquerdo/instituto/index.htm-new-version)>. Acesso em: 23 jun 2008.

MARTINS, E; RUBENS GELBCKE, E; IUDÍCIBUS, S. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações**. Editora Atlas. 1995, p.39.

Lei 556 de 25 de junho de 1850. Legislação Comercial.

Lei das Sociedades Anônimas nº 6.404/76, de 15/12/1976 Editora Atlas, 1996

Lei 11.196 de 22 de novembro de 2005 - Regime Especial de Tributação para a Plataforma de Exportação de Serviços de Tecnologia da Informação.

Lei 10.973 de 02 de dezembro de 2004 - Incentivo à inovação e à pesquisa científica e tecnológica no ambiente produtivo, com vistas à capacitação e ao alcance da autonomia tecnológica e ao desenvolvimento industrial do País

LONGO, Waldimir Pirró. **Transferência de Tecnologia**. 2004. Disponível em: <<http://www.waldimir.longo.nom.br/publicacoes.html>> Acesso em: 12 ago 2007

LOURO, Maria João Soares. Modelos de Avaliação de Marca. ERA – Revista de Administração de Empresas. Abr/Jun 2000. São Paulo-SP. Volume 40. Nº 2, p. 26-37

MP 255 de 01 de julho de 2005 – Medida Provisória do Bem

MARTINEZ, Antônio Lopo. **Buscando o valor intrínseco de uma empresa**: revisão das metodologias para avaliação dos negócios. *Anais do 23º Encontro da ANPAD*. Foz do Iguaçu, 1999.

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

NUNES, D.D.P. **Estudo do Desalinhamento entre Estratégias Empresarias e Estratégias de Tecnologia da Informação** – Um Estudo de Caso – Dissertação (Mestrado em Administração) UNIT - Centro Universitário do Triângulo – Pró-Reitoria de Pós-Graduação, Pesquisa e Extensão, 2002.

NUNES, D.D.P. **Estudo do Desalinhamento entre Estratégias Empresarias e Estratégias de Tecnologia da Informação** – Um Estudo de Caso – Dissertação (Mestrado em Administração) UNIT - Centro Universitário do Triângulo – Pró-Reitoria de Pós-Graduação, Pesquisa e Extensão, 2002.

ORNÉLAS, Martinho M. Gomes. **Avaliação de sociedades**. São Paulo:Atlas, 2001.

PAIVA, Wagner Peixoto de. **Métodos de avaliação de pequenas e médias empresas**. *Anais do V SemeAD*. São Paulo, 2001.

PEREZ, Marcelo Monteiro; FAMÁ, Rubens. **Avaliação de Empresas e Apuração de Haveres em Processos Judiciais**. Anais do VI SEMEAD – Seminários em Administração - Ensaio em Finanças, 2003.

PETROBRAS – PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. **Site institucional**. Disponível em: <<http://www2.petrobras.com.br/portal/frame.asp?pagina=/minisite/marcaspetrobras/portugues/index.asp&lang=pt&area=marcaspetrob>> Acesso em: 23 jul 2008.

POVOA, Alexandre. **Valuation: como precificar ações**. São Paulo: Globo, 2007.dv

Resolução do Conselho Federal de Contabilidade de 29 de dezembro de 1993.

SANTOS, Neri dos. **Apostila gestão do conhecimento**. PPGEP/UFSC, 2000.

SILVA, Marco Aurélio Vallim Reis ; GUARNIERI, O. C. ; QUINTAIROS, P. . **Diferentes abordagens para a utilização do Capital Asset Pricing Model (CAPM) no mercado acionário brasileiro**. Revista Brasileira de Gestão e Desenvolvimento Regional, v. 3, p. 150-166, 2007. ; *Meio de divulgação*: Digital; Disponível em: <<http://htt:www.rbgdr.net>> . Acesso em 21 jan 2007.

SOARES, José Carlos Tinoco. **Marcas vs. Nome comercial: Conflitos**: Editora Jurídica Brasileira, 2000, p. 33 à 69.

SOUZA, Cristina Gomes; EPSZTEJN, Ruth; XAVIER, Leydervan de Souza; AGUIAR, Ricardo Alexandre A. de. **O Patenteamento nas Universidades Brasileiras: O caso do CEFET/RJ. XXII Encontro Nacional de Engenharia de Produção. Curitiba – PR, 23 a 25 de outubro de 2002.** ENEGEP 2002 ABEPRO 1. Disponível em: <[HTTP://www.abepro.org.br/biblioteca/ENEGEP2002\\_TR81\\_0967.pdf](http://www.abepro.org.br/biblioteca/ENEGEP2002_TR81_0967.pdf)> Acesso em: 13 de junº 2008.

STEWART, Thomas A; TIDD, J. (1998). **Capital intelectual: a nova vantagem competitiva das empresas.** 2ª ed. Rio de Janeiro: Campus.

SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. **Banco de Dados.** [On Line]. Brasília, endereço eletrônico. Disponível em: <<http://www.stj.gov.br>>. Acesso em 26 jun 2008.

THE EUROPEAN PATENT ORGANISATIONº Disponível em: <[HTTP://www.european-patent-office.org](http://www.european-patent-office.org)>. Acesso em: 26 mai 2007

TIDD, J., BESSANT, J., PAVITT, K. **Managing Innovation: integrating technological, market, and organizational change.** New York: Willey and Sons, 1997.

USPTO. **Patent Statistics Reports Available For Viewing Statistics By Calendar Year, January 1 to December 31;** Abril 2005; Disponível em: <[http://www.uspto.gov/go/taf/cst\\_utl.pdf](http://www.uspto.gov/go/taf/cst_utl.pdf)>. Acesso em: 20 jun 2007.

VASCONCELLOS, Marco Antonio S. **Economia: micro e macro: teoria e exercícios.** São Paulo. Atlas. 2001. 439p.

YIN, R K **Case Study Reserarch Design and Methods. USA: Sage Publications Inc, 1989.** Obtida mediante ensaio da mestre em administração Darlene Dutra Pereira Nunes, - UNITRI.

## ANEXO 1

Portaria MF nº 436 de 30 de dezembro de 1958

O Ministro de Estado dos Negócios da Fazenda, no uso das suas atribuições legais e tendo em vista o disposto no art. 74 e §§ 1º e 2º da Lei nº 3.470, de 28 de novembro de 1958, relativamente à dedução de *royalties*, pela exploração de marcas e patentes, de despesas de assistência técnica, científica, administrativa ou semelhante, bem como de quotas para amortização do valor de patentes, na determinação do lucro real das pessoas jurídicas, resolve: estabelecer os seguintes coeficientes percentuais máximos para as mencionadas deduções, considerados os tipos de produção ou atividade, segundo o grau de essencialidade:

I - *royalties*, pelo uso de patentes de Invenção, processos e fórmulas de fabricação, despesas de assistência técnica, científica, administrativa ou semelhante:

### 1º GRUPO - INDÚSTRIAS DE BASE

#### *TIPOS DE PRODUÇÃO Percentagens*

#### 1 - ENERGIA ELÉTRICA

1.1 - Produção e Distribuição 5%

#### 2 - COMBUSTÍVEIS

2.1 - Petróleo e Derivados 5%

#### 3 - TRANSPORTES

3.1 - Transportes em Ferro-carris Urbanos 5%

4 - COMUNICAÇÕES 5%

#### 5 - MATERIAL DE TRANSPORTES

5.1 - Automóveis, Caminhões e Veículos Congêneres 5%

5.2 - Autopeças 5%

5.3 - Pneumáticos e Câmaras de Ar 5%



6 - FERTILIZANTES 5%

7 - PRODUTOS QUÍMICOS BÁSICOS 5%

8 - METALURGIA PESADA

8.1 - Ferro e Aço 5%

8.2 - Alumínio 5%

9 - MATERIAL ELÉTRICO

9.1 - Transformadores, Dínamos e Geradores de Energia 5%

9.2 - Motores Elétricos para Fins Industriais 5%

9.3 - Equipamentos e aparelhos de Telefones, Telegrafia e Sinalização 5%

10 - MATERIAIS DIVERSOS

10.1 - Tratores e Combinados para Agricultura 5%

10.2 - Equipamentos, Peças e Sobressalentes para a Construção de Estradas 5%

10.3 - Equipamentos, Peças e Sobressalentes p/ as Indústrias Extrativas e de Transformação 5%

11 - CONSTRUÇÃO NAVAL

11.1 - Navios 5%

11.2 - Equipamentos de Navios 5%

2º GRUPO - INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO - ESSENCIAIS

*TIPOS DE PRODUÇÃO Percentagens*

1 - MATERIAL DE ACONDICIONAMENTO E EMBALAGENS 4%

2 - PRODUTOS ALIMENTARES 4%

3 - PRODUTOS QUÍMICOS 4%

4 - PRODUTOS FARMACÊUTICOS 4%

5 - TECIDOS, FIOS E LINHAS 4%

6 - CALÇADOS E SEMELHANTES 3,5%

7 - ARTEFATOS DE METAIS 3,5%

8 - ARTEFATOS DE CIMENTOS E AMIANTO 3,5%

9 - MATERIAL ELÉTRICO 3%

10 - MÁQUINAS E APARELHOS

10.1 - Máquinas aparelhos Uso Doméstico Não Considerados Supérfluos 3%

10.2 - Máquinas e Aparelhos de Escritório 3%

10.3 - Aparelhos Destinados a Fins Científicos 3%

11 - ARTEFATOS DE BORRACHA E MATÉRIA PLÁSTICA 2%

12 - ARTIGOS DE HIGIENE E CUIDADOS PESSOAIS

12.1 - Artigos de Barbear 2%

12.2 - Pastas Dentifrícias 2%

12.3 - Sabonetes Populares 2%

13 - OUTRAS INDÚSTRIAS DE TRANSFORMAÇÃO 1%

II - *royalties*, pelo uso de marcas de indústria e comércio, ou nome comercial, em qualquer tipo de produção ou atividade, quando o uso da marca ou nome não seja decorrente da utilização de patente, processo ou fórmula de fabricação: 1% (um por cento);

- a) as percentagens máximas estabelecidas incidirão sobre a renda bruta operativa, no caso das concessionárias de serviços públicos, ou sobre o valor da receita bruta dos produtos a que se referir o contrato de licença ou prestação de serviços de assistência;
- b) nos casos de pagamento com base nos produtos fabricados, em cada ano, os coeficientes estabelecidos como limites para as deduções referidas nos itens I e II da letra "a" serão aplicados sobre o valor de venda dos produtos fabricados;
- c) a receita bruta será reajustada, na hipótese da letra "c", incluindo-se o valor correspondente aos produtos fabricados e não vendidos, com base no último preço de fatura, e excluindo-se as quantias que tenham sido adicionadas à receita bruta do ano anterior por essa mesma forma;

- d) serão adicionadas ao lucro real para os efeitos da tributação em cada exercício financeiro, a partir de 1959, as diferenças apuradas:

I - entre as importâncias dos *royalties* e demais despesas previstas no art. 74 da Lei citada, creditadas ou pagas no ano-base, e as percentagens máximas fixadas para a respectiva dedução, na conformidade das letras "b" e "d";

II - entre as quotas destinadas à constituição de fundos de depreciação de patentes industriais calculadas na conformidade do art. 68 da mesma Lei, e o limite máximo de dedução permitida, em relação ao valor da receita bruta dos produtos vendidos, a que se referir a patente incorporada ao patrimônio da empresa;

as pessoas jurídicas cujos tipos de produção não figurarem nos grupos indicados poderão solicitar a sua inclusão, mediante requerimento dirigido ao Diretor da Divisão do Imposto de Renda, aplicando-se, para os fins previstos, até que o façam, a percentagem mínima admitida. (Portaria MF nº 436 de 30 de dezembro de 1958)

## APÊNDICE 1

### Dados Históricos:

<b>DADOS DO ANO BASE:</b>	<b>2007</b>
LOP (Lucro Operacional)	35.977.804
Despesas de Capital	6.438.549
Depreciação	10.695.825
Receita do Ano-Base	218.254.174
<b>PREMISSAS:</b>	
Capital de Giro (% da receita)	2,67%
Imp. de Renda/Contr. Social	34,00%
T-Bonds (para 10 anos)	3,50%
Prêmio pelo Risco	1,02%
<b>1- PERÍODO DE CRESCIMENTO: 2008 / 2017</b>	
g =	3,70%
Beta =	0,59
Cust.Dív. (sem IR+CS) =	17,10%
Passivo / Investimento =	16,57%
<b>2- PERÍODO ESTÁVEL: 2018 ...</b>	
g =	3,70%
Beta Alavancado =	0,76
Cust.Dív. (sem IR+CS) =	17,10%
Passivo / Investimento =	16,57%

### Fluxo de Caixa – Período explícito (em crescimento) e Perpetuidade (estável):

PROJEÇÃO - Free Operating Cash Flow						
COMPOSIÇÃO	ANO-BASE	PERÍODO EM CRESCIMENTO				
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
LOP antes do IR	35.977.804	46.307.032	48.819.290	51.424.502	54.126.107	56.927.671
IR sobre LOP	-11.272.758	-6.741.000	-7.182.153	-7.639.628	-8.114.030	-8.605.984
Depreciação	-10.695.825	-11.316.479	-11.735.189	-12.169.391	-12.619.658	-13.086.585
Despesas de Capital	-6.438.549	-6.789.887	-7.041.113	-7.301.634	-7.571.795	-7.851.951
Var. Invest. em Giro	13.243.245	-971.132	-251.226	-260.521	-270.160	-280.156
<b>F.O.C.F.</b>	<b>20.813.917</b>	<b>20.488.533</b>	<b>22.609.610</b>	<b>24.053.328</b>	<b>25.550.464</b>	<b>27.102.993</b>

PERÍODO EM CRESCIMENTO					ESTÁVEL
2013	2014	2015	2016	2017	2018
59.832.893	62.845.608	65.969.794	69.209.574	72.569.226	76.053.186
-9.116.141	-9.645.174	-10.193.781	-10.762.687	-11.352.642	-11.964.425
-13.570.789	-14.072.908	-14.593.606	-15.133.569	-15.693.511	-16.274.171
-8.142.473	-8.443.745	-8.756.164	-9.080.142	-9.416.107	-9.764.503
-290.522	-301.272	-312.419	-323.978	-335.965	-348.396
<b>28.712.967</b>	<b>30.382.509</b>	<b>32.113.824</b>	<b>33.909.199</b>	<b>35.771.001</b>	<b>37.701.691</b>

## Varição do Investimento em Capital de Giro

Cálculo da Variação do Investimento em Capital de Giro						
Receita vendas serviços	218.254.174	226.329.578	234.703.773	243.387.812	252.393.161	261.731.708
Capital de Giro	5.818.755	6.789.887	7.041.113	7.301.634	7.571.795	7.851.951
Variação no Cap. Giro	-13.243.245	971.132	251.226	260.521	270.160	280.156

271.415.782	281.458.166	291.872.118	302.671.386	313.870.227	325.483.426
8.142.473	8.443.745	8.756.164	9.080.142	9.416.107	9.764.503
290.522	301.272	312.419	323.978	335.965	348.396

## Premissas:

Capital de Giro (% da receita)	2,67%
Imp. de Renda/Contr. Social	34,00%
T-Bonds (para 10 anos)	3,50%
Prêmio pelo Risco	1,02%
<b>1- PERÍODO DE CRESCIMENTO: 2008 / 2017</b>	
g =	3,70%
Beta =	0,59
Cust.Dív. (sem IR+CS) =	17,10%
Passivo / Investimento =	16,57%
<b>2- PERÍODO ESTÁVEL: 2018 ...</b>	
g =	3,70%
Beta Alavancado =	0,76
Cust.Dív. (sem IR+CS) =	17,10%
Passivo / Investimento =	16,57%

## Valor da Marca Petrobras

ANÁLISE FINAL - Quadro de Indicadores	Período Crescimento	Período Estabilidade
Ke =	4,10%	4,27%
Ki =	11,28%	11,28%
WACC =	5,29%	5,43%
<b>Valor da Marca (por período) =</b>	<b>208.432.562</b>	<b>1.298.351.126</b>
	Valor Explícito	Valor Residual

<b>Valor da Marca</b>
<b>1.506.451.563</b>
<b>Valor Total</b>