

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

CONTRIBUIÇÃO Á FORMAÇÃO DE UM MODELO DE AVALIAÇÃO DE
EMPRESAS QUE CONSIDERE AS ABORDAGENS CONTÁBEIS,
ECONÔMICAS E FINANCEIRAS

Autor: Paulo Ricardo Pinto Alaniz

Porto Alegre
2003

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

CONTRIBUIÇÃO Á FORMAÇÃO DE UM MODELO DE AVALIAÇÃO DE
EMPRESAS QUE CONSIDERE AS ABORDAGENS CONTÁBEIS,
ECONÔMICAS E FINANCEIRAS

Autor: Paulo Ricardo Pinto Alaniz

Orientador: Prof. Dr. Paulo Schmidt

**Dissertação submetida ao Programa
de Pós-Graduação em Economia da
Faculdade de Ciências Econômicas da
UFRGS como quesito parcial de
obtenção do Grau de Mestre em
Controladoria**

**Porto Alegre
2003**

DEDICATÓRIA

A minha mãe, pela sua dedicação e superação das dificuldades iniciais que tivemos e graças a sua força é que foi possível iniciarmos essa caminhada. Certamente sem o início, não chegaríamos a lugar nenhum. Ao meu pai, que com sua simplicidade e força de pensamentos sempre me deu forças para avançar, embora às vezes o seu olhar representou mais do que palavras que silenciavam.

A Vanice, que sempre esteve ao meu lado, oportunizando que eu tivesse toda a estrutura para realizar esse trabalho, mesmo quando isso representava sacrifícios de outras coisas. Obrigado pela compreensão, carinho e amor que sempre estiveram presentes. Sem o seu amor, nada disso valeria a pena.

Aos meus filhos, Rafael e Mireile que essa conquista possa de algum modo servir como estímulo para suas futuras realizações. Tenho certeza de que vocês têm condições de atingir seus objetivos, e principalmente serem felizes.

AGRADECIMENTOS

Inicialmente, registro os agradecimentos a Trevisan, empresa da qual faço parte e que possibilitou o meu desenvolvimento profissional e acadêmico durante o período em que foi necessário para a realização desse trabalho. Acredito que o maior dos ensinamentos provém do exemplo que as pessoas demonstram, a partir de suas realizações. Na Trevisan existe uma máxima que diz: “Não disseram que era impossível, ele foi lá e fez”.

Agradeço ao meu orientador professor Paulo Schmidt pelas suas oportunas considerações. Suas críticas sempre construtivas ajudaram a dar um rumo adequado ao projeto e conseqüentemente a sua conclusão.

Nada disso seria possível sem a instituição Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS que nos acolheu com a sua estrutura, possibilitando a realização das pesquisas e do estudo necessário. Agradeço aos funcionários da UFRGS, em especial a todos da Secretaria do PPGE, que sempre foram cordiais no entendimento de minhas angústias, prontificando-se na resolução imediata das demandas.

SUMÁRIO

RESUMO	10
ABSTRACT	12
1 INTRODUÇÃO	13
1.1 Apresentação do problema	13
1.2 Definição do problema	14
1.3 Objetivos da dissertação	15
1.4 Método de pesquisa	16
1.5 Justificativa do estudo	17
1.6 Estrutura da dissertação	18
2 REVISÃO DO REFERENCIAL TEÓRICO BIBLIOGRÁFICO.....	20
2.1 Considerações preliminares sobre a utilização do custo histórico como base de valor	20
2.1.1 Princípios contábeis norte-americanos.....	20
2.1.2 Princípios contábeis brasileiros	28
2.1.3 O princípio baseado nas transações ocorridas.....	33
2.1.4 A comparação com o regime de caixa	35
2.2 A utilização prática do custo histórico corrigido em épocas de inflação	36
2.2.1 Princípio do denominador comum monetário	39
2.2.2 O custo corrente (CC)	54
2.2.3 O custo corrente corrigido (CCC)	61
2.2.4 A preocupação com a manutenção do valor do capital investido	66
2.3 O conceito e a utilização de valores de saída para avaliação do patrimônio	76
2.3.1 Conceitos relacionados ao “fair value market”	80
2.3.2 Considerações sobre o “goodwill”	83
2.3.3 Considerações sobre reavaliação de ativos	91
2.3.4 Considerações sobre o custo de oportunidade	93
2.4 Fluxo de caixa descontado	97
2.4.1 Fluxo relevante de caixa (fluxo de caixa livre)	98
2.4.2 Período de projeção	100
2.4.3 Valor da perpetuidade ou residual	100
2.4.4 Taxa de desconto	101
2.4.5 A avaliação por múltiplos.....	102
2.4.6 Avaliação mediante opções.....	104
2.4.7 O custo do capital próprio utilizado como taxa de desconto.....	105

3 ESTUDO DE CASO.....	113
3.1 Caracterização da empresa.....	113
3.1.1 Análise de mercado e projeção da receita bruta	117
3.1.2 Outras premissas utilizadas para as projeções	151
3.1.3 Técnica adotada no cálculo do valor da empresa - avaliação econômico-financeira.....	158
3.2 Comparação das premissas utilizadas e os resultados efetivos	163
3.2.1 Receita bruta/líquida.....	164
3.2.2 Custo das vendas.....	165
3.2.3 Despesas e resultado operacionais.....	166
3.2.4 Despesas financeiras	166
3.2.5 Lucros líquidos dos exercícios.....	167
3.2.6 Fluxo de caixa	167
4 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	168
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	192

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

QUADROS:

Quadro 1 - Balanço Patrimonial	38
Quadro 2 - Demonstração de Resultados	39
Quadro 3 - Balanço Patrimonial antes da Correção Monetária	41
Quadro 4 - Balanço Patrimonial Inicial	46
Quadro 5 - Demonstração de Resultados após a Venda (Janeiro de 19XX)	46
Quadro 6 - Balanço Patrimonial no Final de Janeiro de 19XX	46
Quadro 7 - Balanço Patrimonial em 31 de Dezembro de 19XX	47
Quadro 8 - Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos em 31 de Dezembro de 19XX	48
Quadro 9 - Demonstração de Resultados pela Correção Integral	49
Quadro 10 - Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos pela Correção Monetária Integral	50
Quadro 11 - Modelo de Demonstração de Resultados a Custo Corrente ...	55
Quadro 12 - BP – Balanço Patrimonial Inicial	56
Quadro 13 - BP – Balanço Patrimonial pelo Custo Corrente e Pelo Custo Histórico	57
Quadro 14 - DRE – Cia. X – Período 1	58
Quadro 15 - DMPL – CC – Cia. X – Período 1	60
Quadro 16 - BP – Balanço Patrimonial pelo Custo Corrente Corrigido e pelo Custo Histórico Corrigido	62
Quadro 17 - DRE – Demonstração de Resultados pelo Custo Corrente Corrigido e pelo Custo Histórico Corrigido	63
Quadro 18 - DMPL – CCC – Demonstração da Mutação do Patrimônio Líquido pelo Custo Corrente Corrigido	64
Quadro 19 - Balanço Patrimonial antes da Venda	67
Quadro 20 - Demonstração do Resultado após a Venda Total do Estoque	68
Quadro 21 - Os Balanços Patrimoniais após a Venda	68
Quadro 22 - Demonstrações de Resultados, avaliando-se os Estoques pelo Custo Corrigido e pelo Custo Corrente	69
Quadro 23 - Patrim�nios Líquidos Avaliados pelo Custo Corrente, antes e após a Venda	69
Quadro 24 - Determina�o de Valores de Entrada/Saída	77
Quadro 25 - Modelo de possibilidades de Mensura�o do Capital Intelectual	89
Quadro 26 - O Valor Econômico da Empresa e dos Acionistas	98
Quadro 27 - Composi�o do Custo da Taxa de Desconto	108
Quadro 28 - Estrutura Societária	115
Quadro 29 - Acionistas da KYXW S.A (Holding)	116
Quadro 30 - Proje�o de Receitas de Vendas de Silos para Armazenagem de Grãos	127
Quadro 31 - Alíquotas de Dedu�o da Receita Bruta	151

Quadro 32 - Demonstração do Fluxo de Caixa e do Endividamento	
Total Projetados	157
Quadro 33 - Cálculo do Weighted Average Cost of Capital	161
Quadro 34 - Demonstração do Valor Econômico-Financeiro da Empresa KYXW	163
Quadro 35 - Comparativo dos Resultados Projetados e os Realizados nos Exercícios de 2000 e 2001	164

TABELAS:

Tabela 1 - Composição do Sistema de Armazenagem	119
Tabela 2 - Comparativo Produção X Armazenagem	123
Tabela 3 - Projeção de Receitas com Armazenagem de Sementes	130
Tabela 4 - Projeção de Receitas de Armazenagem do Mercado de Café	132
Tabela 5 - Market Share do Negócio de Instalações Industriais para Portos	133
Tabela 6 - Cenário de Receitas Potenciais do Negócio de Instalações para Portos	134
Tabela 7 - Projeção de Receitas Potenciais do Negócio de Instalações para Portos	135
Tabela 8 - Projeção de Investimentos no Setor de Rações	136
Tabela 9 - Cenário de Receitas do Mercado de Instalações Industriais – Segmento Rações	138
Tabela 10 - Projeção de Receitas do Mercado de Instalações Industriais – Segmento Rações	139
Tabela 11 - Projeção de Receitas para o Mercado de Instalações – Maltarias e Cervejarias	140
Tabela 12 - Projeção de Receitas de Peças e Serviços	142
Tabela 13 - Projeção de Receitas de Exportação	144
Tabela 14 - Cenário do Mercado Potencial de Estruturas Metálicas.....	147
Tabela 15 - Projeção de Receitas do Mercado de Estruturas Metálicas....	147
Tabela 16 - Projeção de Receitas do Mercado de Sistema de Armazenagem em Aço Inox.....	151
Tabela 17 - Comparação dos Lucros Líquidos Projetados X Realizados dos Exercícios de 2000 e 2001	167
Tabela 18 - Balanço Patrimonial Projetado – Ativo	172
Tabela 18.1 - Balanço Patrimonial Projetado – Passivo	173
Tabela 19 - Demonstração de Resultados Projetados	174
Tabela 19.1 - Determinação da Receita Líquida	175
Tabela 19.2 - Determinação do Custo de Produção	176
Tabela 19.3 - Determinação das Despesas Operacionais	177
Tabela 20 - Investimentos em Capital de Giro Operacional	178
Tabela 21 - Fluxo de Caixa Operacional	179
Tabela 22 - Determinação do Valor Econômico-Financeiro	180
Tabela 23 - Projeções das Contas Patrimoniais – Clientes.....	181
Tabela 24 - Projeção das Contas Patrimoniais – Estoques	182
Tabela 25 - Projeção das Contas Patrimoniais – Fornecedores	183
Tabela 26 - Balanço Patrimonial Projetado x Realizado - Ativo	184

Tabela 26.1 - Balanço Patrimonial Projetado x Realizado - Passivo.....	185
Tabela 27 - Demonstração de Resultado Projetado x Realizado.....	186
Tabela 27.1 - Comparação da Receita Líquida Projetada x Realizada	187
Tabela 27.2 - Comparação do Custo de Produção Projetado x Realizado ..	188
Tabela 27.3 - Comparação das Despesas Operacionais Projetadas x Realizadas	189
Tabela 28 - Investimentos em Capital de Giro Operacional Projetado x Realizado	190
Tabela 29 - Fluxo de Caixa Operacional Projetado x Realizado	191

GRÁFICOS:

Gráfico 1 - Comparativo de Vendas.....	125
Gráfico 2 - Participação dos Setores na Receita do CPM	148
Gráfico 3 - Demonstração dos Investimentos Anuais por Natureza	155

RESUMO

O objetivo geral desse estudo é analisar a aplicação da metodologia do fluxo de caixa descontado, comparando os resultados realizados em dois períodos (exercícios) com os resultados projetados. Nessa análise verifica-se que considerando a taxa do WACC de 14,5% e da perpetuidade de 2,5% como premissas para adoção da metodologia do fluxo de caixa descontado com a contabilidade a valores históricos, incluindo o ativo imobilizado acrescido de reavaliação e o registro de créditos tributários sobre prejuízos fiscais, as diferenças apuradas pelos dois critérios não são relevantes. A pesquisa sobre a utilidade do custo histórico como base de valor demonstrou que a principal vantagem na sua utilização está na sua objetividade de apuração dos valores e a principal desvantagem consiste em não considerar os efeitos da variação da moeda no tempo, na contabilidade. A utilização dos princípios de custo histórico corrigido e de valores de reposição (custo corrente) possibilita a identificação de informações gerenciais de alta qualidade, eliminando os efeitos da inflação, contudo a sua elaboração contém certo grau de complexidade e subjetividade que impõe cuidados adicionais e necessita de maiores recursos para manter-se atualizada. O tratamento quanto aos valores de saída/realização possui como principal restrição a subjetividade quanto a forma de sua apuração. O acompanhamento gerencial fornece um enriquecimento das informações, contudo a exemplo dos valores de custo corrente existem restrições quanto ao grau de complexidade necessária para sua apuração. Em empresas que tenham como principal ativo, os valores intangíveis, Iudícibus recomenda que sejam procedidas, pelo menos avaliações anuais dos intangíveis gerados. Os juros sobre o capital próprio deveriam ser tratados de maneira consistente, bem como correspondentes ao custo do capital próprio como forma de resolver a questão da falta de reconhecimento contábil do custo de oportunidade. As conclusões finais que podemos obter são de que o método do fluxo de caixa descontado representa uma tentativa de antecipar os resultados futuros a serem apurados de acordo com o princípio de custo histórico. Portanto, sua adoção não elimina a necessidade de manter-se a contabilidade que utiliza o custo como base de valor, bem como representa a

melhor alternativa em termos de metodologia para apuração do valor da empresa, considerando uma empresa que pretende manter a continuidade de suas operações. Outra consideração é de que a empresa vale o seu valor líquido de realização na hipótese de uma venda ordenada ou o valor de seu fluxo de caixa futuro, dos dois o maior.

ABSTRACT

The general target of this summary is to analyze a method application on discounted cash flow, comparing final results in two periods (annual periods) to projected results. Considering W.A.C.C. at 14,5% and perpetuity at 2,5% taxes we could observe as a premise of using discounted cash flow method in historical accounty values, including immobilized actives plus re-evaluation and tributes credits registration on fiscal loss, the calculated differences by both criterion are not relevants. The research about historical cost usefulness as a value basis shows that the most important advantadge on it's utilization happens in values demonstration, and it's main disvantadge happens in not considering money changing effects on accounty different time periods. The principles uses of corrected historical cost and reposition values (current cost) identifies the high quality management information, that eliminates the inflation effects, otherwise it's elaboration contains a certain degree of complexity and subjectivity that needs additional cares and resources to maintain updated. The treatment related to output values, has a main subjectivity restriction on accurated patterns. The management control improves the information, but as an example, the current cost values shows restriction high complexity degree wich is necessary to accurate. These companies using untangible values, "Iudicibus" suggests an annual evaluation on generated untangibles. The interests on proper capital should be treated on a consistent manner, as well as corresponding to proper capital cost should solve accounty recognition lack question on oportunity cost. The last conclusions can resume that discounted cash flow method tries to anticipate future results to be obtained according to historical cost principle. By the way, it's utilization does not eliminate accounty maintenance needs that uses as a value basis cost, as well as represents a better way in method therms on appreciating companies values, we consider that these companies wish to maintain operations continuity. Another important consideration, demonstrate that companies worth as realization liquid values on command sales hypothesis or cash flow future values, in both case, only higher value is considered.

1 - INTRODUÇÃO

Com o desenvolvimento da chamada “Nova Economia” onde as empresas são caracterizadas pela sua capacidade de gerar produtos num mundo virtual veio a tona a discussão sobre os diferentes princípios de avaliação do patrimônio de uma empresa, desde o custo histórico até as projeções futuras (fluxos de caixa descontados a valor presente), passando por avaliações de valores corrigidos pela inflação, pelo custo corrente, reavaliações de ativos e pelos valores de realização. Nessas discussões, pressupõe-se que alguns métodos sejam superiores aos demais podendo servir como forma alternativa e substitutivas das práticas adotadas pela contabilidade.

Essas técnicas têm em comum o objeto de estudo que é o patrimônio das empresas e a apuração dos lucros e seu reflexo no caixa.

1.1 - Apresentação do problema

Como conseqüência do processo de globalização da economia, muitas empresas estão desaparecendo devido a fusões e incorporações, bem como novos negócios têm surgido. A busca da melhoria dos processos e aumento da eficiência para alcançar os lucros desejados, fez surgir um novo tipo de empresa que está mais atenta aos valores intangíveis do que sobre a acumulação de bens patrimoniais (ativos fixos). Além disso, a redução da participação dos governos nos negócios de uma forma geral, pela constatação de sua ineficiência em administrar essas organizações desencadeou um processo de privatização de empresas estatais. Nesse contexto, a pergunta de quanto vale uma empresa tornou-se muito freqüente.

O comportamento do consumidor em geral, no Brasil especificamente após a redução dos índices inflacionários ocorrida a partir do segundo semestre de 1994, têm sido modificado rapidamente. Assim, cada vez mais o consumidor está exigindo produtos de melhor qualidade e com preços

menores. Para adaptar-se a esta nova exigência de mercado, as empresas necessitam produzir alterações significativas em seus processos internos, adotando novas técnicas de produção e de administração, entre as quais destacamos a adoção de parcerias estratégicas. Nesse tipo de negócio o objetivo a ser alcançado é o de que as empresas produzam com mais eficiência e com os menores custos possíveis. Portanto têm surgido novas empresas especializadas em determinadas atividades que antes eram realizadas por uma única organização. As organizações especializadas em determinados conhecimentos específicos passaram a segregar as atividades de serviços das atividades de manufaturas, fazendo com que os valores dos ativos intangíveis passassem a ter uma maior representação no seu patrimônio.

1.2 - Definição do problema

Antes de analisar os critérios utilizados para determinação do valor devemos fazer algumas considerações sobre as variáveis que envolvem o seu entendimento.

Existem várias possibilidades de avaliação de objetos e eventos (várias aplicações, pois do conceito de valor), bem como suas potencialidades e limitações. Dado que a percepção de valor pode ser individualizada, o fornecimento de informações que contenham avaliações para uma única pessoa não seria difícil de elaborar.

Essa situação de simplicidade de transações pode ter ocorrido no início das operações, contudo atualmente os negócios ocorrem numa diversidade e velocidade maiores (fusões entre empresas, criação de mercados comuns, parcerias estratégicas, terceirizações, etc..) tornando necessário que as informações sejam as mais transparentes possíveis para facilitar a identificação dos ganhos e portanto da agregação de valor nas operações.

As informações que embutem avaliações estão sendo dirigidas cada vez a um número maior de interessados. Como a percepção de cada um é

diferenciada resulta em insatisfações que são atribuídas aos demonstrativos contábeis.

1.3 - Objetivos da dissertação

A técnica de fluxo de caixa descontado vem sendo amplamente utilizada para determinação do valor da empresa. Esse processo consiste em descontar a valor presente os resultados futuros a serem obtidos pelas empresas. Nesse contexto, estão inseridas as questões sobre técnicas de avaliação de marcas, fundos de comércio, direitos de concessão e do capital intelectual.

Objetivo geral

O propósito desse trabalho é analisar a aplicação da metodologia da avaliação de empresas pelo fluxo de caixa descontado a valor presente, comparando-se os resultados realizados em dois períodos (exercícios) com os resultados projetados.

Objetivos específicos

Pesquisar as razões da utilização do custo histórico na avaliação contábil sua relação com a estrutura conceitual da contabilidade, a utilização do princípio de custo como base de valor e sua vinculação com as transações de caixa ocorridas.

Outro objetivo específico refere-se a utilização da técnica do custo histórico corrigido. Ela foi introduzida como demonstração complementar nas companhias de capital aberto (registradas na CVM – Comissão de Valores Mobiliários) na década de 80, devido às altas taxas de inflação. Esta técnica foi aperfeiçoada ao longo dos anos 90, mas deixou de ser praticada pela maioria das empresas após a redução dos índices inflacionários, sendo sepultada quando o governo federal lançou o plano de desindexação da economia que trouxe em seu conteúdo a descontinuidade do reconhecimento na

contabilidade dos efeitos da inflação, através do mecanismo da correção monetária.

O tratamento de valorização da empresa pelos valores de realização (mercado) está baseado no princípio muito utilizado de identificação do valor dos ativos com base nos preços de venda. A reavaliação dos ativos é permitida nos demonstrativos contábeis e passou a ser muito utilizada nos processos de aquisição de empresas, sendo tratada como avaliação econômica. A avaliação do valor de realização tem uma abrangência maior como técnica de avaliação de empresas, constituindo-se em outro objetivo específico dessa dissertação.

Finalmente, também se constituiu em objetivo específico desse estudo, a comparação das técnicas apresentadas nos parágrafos anteriores, avaliando a sua inter relação com o caixa, que é o objeto de todas as técnicas, associado às questões que envolvem o reconhecimento dos efeitos da inflação (correção monetária) e do custo de oportunidade.

1.4 - Método de pesquisa

A base do trabalho será uma revisão de literatura. Existem vários artigos escritos sobre as técnicas de avaliação de empresas o que nos permitirá buscar os conceitos mais utilizados e o entendimento sobre quais as técnicas mais adequadas de acordo com as circunstâncias.

Num primeiro instante estaremos descrevendo os principais problemas que envolvem a adoção dos princípios contábeis aplicados. Considerando as mudanças que vem ocorrendo na forma de execução dos negócios estaremos discutindo como está evoluindo a aplicação dos conceitos contábeis, econômicos e financeiros.

De acordo com Yin (2001), utilizamos o estudo de caso como método de pesquisa visando confirmar através de um caso único as seguintes considerações sobre a utilização da metodologia do fluxo de caixa descontado a valor presente para determinação do valor do patrimônio da empresa:

- Na comparação de dados projetados com os realizados deve ser mantido os critérios do fluxo de caixa descontado;
- A metodologia do fluxo de caixa descontado pode ser considerada como substituta da prática do custo histórico como base de valor para fins contábeis;
- Comparando-se o patrimônio líquido apurado de acordo com a contabilidade e o valor da empresa segundo a aplicação da metodologia do fluxo de caixa descontado, quais as considerações que podemos fazer em relação aos valores encontrados e sua relação com o caixa.

1.5 - Justificativa do estudo

A dissertação presta-se a explorar, através do estudo de caso único, os critérios de reconhecimento dos valores de acordo com os métodos (fluxo de caixa descontado a valor presente e custo histórico) apurando suas semelhanças e sua vinculação com o caixa.

Esse tema provocou discussões tanto no meio acadêmico como no ambiente profissional a partir do crescimento dos processos de privatizações de empresas, além do desenvolvimento de novos negócios num ambiente virtual (utilização da Internet - rede mundial de computadores). Nesse particular o capítulo 2.3 apresenta e discute os conceitos e a utilização de valores de saída para avaliação do patrimônio das empresas.

O estudo procura demonstrar que os métodos existentes para avaliação de empresas são complementares e não são substitutos entre si, existindo vantagens e desvantagens para cada um deles. A escolha quanto ao melhor método a utilizar depende de fatores, como por exemplo, os interesses dos investidores. Qualquer que seja o método escolhido, existe a possibilidade de comparação com os outros, tendo como ponto central a sua relação com o caixa.

1.6 – Estrutura da dissertação

A dissertação é dividida em 4 capítulos. O capítulo 1 tem como propósito apresentar um breve relato do problema, de modo a definir os limites e o alcance da abrangência da pesquisa. É abordada a metodologia que será aplicada para estudar os métodos de avaliação das empresas e a sua utilização aplicada.

O capítulo 2 é dedicado a fazer algumas considerações gerais sobre os princípios de contabilidade internacionais e brasileiros que servem como base para utilização do custo como base de valor, através do custo histórico baseado em transações ocorridas, bem como sua comparação com o fluxo de caixa.

As regras de reconhecimento dos reflexos da perda de poder aquisitivo da moeda utilizada na elaboração das demonstrações contábeis e a contabilidade a preços correntes são apresentadas e discutidas, além da preocupação com a manutenção do valor do capital físico e financeiro investido nas empresas.

Os conceitos e a utilização de valores de saída para avaliação de empresas, incluindo as avaliações sobre intangíveis e sua importância e consideração como informação contábil. Esse capítulo também trata da questão da reavaliação de ativos de acordo com a legislação brasileira.

O item 2.4 pode ser considerado o mais específico em relação ao tema da dissertação. São apresentadas e discutidas as etapas da aplicação do método de avaliação de empresas com a utilização da técnica do fluxo de caixa descontado. Além disso, é discutida a utilização da taxa de desconto que considera o custo médio dos capitais próprios e de terceiros ponderado com a estrutura de capitais da empresa.

O capítulo 3 apresenta o resultado do estudo de caso, onde são demonstradas as premissas utilizadas no processo de avaliação e a sua

comparação com os resultados efetivos, tomando-se diferentes métodos de avaliação tendo em vista o interesse dos investidores.

O capítulo 4 visa apresentar as considerações finais dessa dissertação que podem ser resumidas da seguinte forma: (1) Na comparação dos valores projetados com os efetivamente realizados deve-se utilizar os métodos de valores de entradas, pois uma empresa vale pelo seu patrimônio líquido de realização na hipótese de descontinuidade de forma ordenada, ou pelo valor de mercado calcado em expectativas futuras, dos dois o maior; (2) Na continuidade dos negócios os investidores desejam acompanhar a realização dos lucros, apurados com base no custo histórico, portanto a utilização do método de fluxo de caixa não elimina a contabilidade a custo histórico; (3) O custo histórico apresenta como principal vantagem a sua objetividade e como desvantagem o fato de não considerar os efeitos da variação do poder aquisitivo da moeda; (4) A adoção da prática de avaliação a preços correntes aumenta a utilidade da informação a nível gerencial, porém representa um crescimento da subjetividade dos julgamentos necessários além da complexidade para gerar informações adequadas; (5) Os métodos de avaliação a valores de saída tem forte grau de subjetividade e complexidade, contudo em relação ao intangível criado deveriam ser adotadas técnicas para o seu reconhecimento gerencial pelo menos na base anual; (6) Finalmente, os juros sobre o capital próprio poderiam ser consistentes, servindo assim aos objetivos de representarem o reconhecimento contábil do custo de oportunidade.

2 – REVISÃO DO REFERENCIAL TEÓRICO BIBLIOGRÁFICO

2.1 - Considerações preliminares sobre a utilização do custo histórico como base de valor

O ambiente cultural, político, social e econômico de cada país exerce influência significativa na forma pela qual as regras, padrões ou normas contábeis são produzidas. Nesse contexto, é de se destacar também o usuário central para o qual as informações são preferencialmente elaboradas. Esse aspecto pode ser facilmente comprovado com a diversidade de tratamento para o mesmo evento, conforme a regra de cada país.

Nesse sentido, a introdução de comentários sobre os principais conceitos contábeis originados das escolas americana e européia, visa demonstrar o grau de influência dessas escolas junto às práticas contábeis adotadas no Brasil. O modelo europeu apresenta-se com ênfase no conservadorismo enquanto a influência americana é marcada pela ênfase na liquidez e apresenta certa dissociação dos modelos mais conservadores, exercendo influência quanto a forma mais ousada de avaliar os ativos. A escola americana estabelece uma visão mais próxima das empresas que atuam no mercado da chamada “nova economia”, onde os ativos mais valorizados são os intangíveis.

2.1.1 - Princípios contábeis norte-americanos

Considerando a importância da influência norte-americana sobre os princípios de contabilidade adotados no Brasil, dividimos essas considerações nos seguintes tópicos:

2.1.1.1 - Aspectos históricos

Antes do estudo sobre a estrutura filosófica que suporta os USGAAP (Princípios Contábeis Norte-Americanos Geralmente Aceitos), deve-se tecer algumas considerações acerca do ambiente regulatório norte-americano, desde

os seus primórdios, de modo a se compreender com maior propriedade as regras vigentes nos EUA.

Antes da criação da SEC – Securities and Exchange Commission – órgão similar a CVM – Comissão de Valores Mobiliários no Brasil, (instituída e legitimada por ato do Congresso norte-americano de 26 de junho de 1934), as demonstrações contábeis de companhias norte-americanas eram apresentadas conforme o desejo de seus administradores, sem o mínimo de padronização. Assim o que era reportado por algumas empresas era omitido por outras; o evento que uma companhia tratava de uma forma, recebia tratamento diverso de outra, enfim, convivia-se com um ambiente de total falta de comparabilidade de informações prestadas ao mercado. Aliado a esse fato ocorreram muitos casos de fraude. Empresas maquiavam suas informações prestadas ao mercado, com objetivo de angariarem recursos a um custo de capital inferior ao de seus concorrentes. Após a quebra da Bolsa de Nova Iorque veio a depressão econômica nos EUA (crash de 1929).

Tentados pelas promessas de riqueza em pouco tempo e dado o crédito fácil disponível à época, muitos investidores dispensaram pouca preocupação aos perigos inerentes às operações de um mercado não controlado. Durante os anos 20, aproximadamente 20 milhões de pequenos e grandes investidores tiraram vantagem da prosperidade pós-guerra e começaram a fazer suas fortunas no mercado de capitais. É estimado que dos \$ 50 bilhões em novas ações ofertadas durante esse período, metade perdeu o seu valor.

Quando o mercado quebrou em outubro de 1929, as fortunas de inúmeros investidores desapareceram. Bancos também perderam grandes somas em dinheiro com o “crash”, porque investiram pesadamente no mercado. A população, receosa dos bancos não honrarem seus compromissos em termos de depósitos com os correntistas, iniciou uma corrida ao sistema bancário, causando a falência de muitas instituições bancárias.

Uma pressão da sociedade norte-americana por mais transparência, maior qualidade, maior tempestividade e maior fidedignidade das informações

contábeis prestadas ao mercado se fez presente. Era a saída para reconquistar a confiança. Iniciou assim a criação de regras para cada segmento econômico, incluindo modelos de apresentação dos resultados e divulgação de explicações sobre fatos que influenciaram os números obtidos.

Com a criação da SEC, medidas foram tomadas para sanar o problema da falta de uniformidade e qualidade das demonstrações contábeis disponibilizadas ao mercado. Inicialmente, de 1939 a 1959, a responsabilidade pela fixação de padrões de contabilidade nos EUA ficou a cargo do “*Committee on Accounting Procedure (CAP)*”, um comitê constituído no âmbito do “*AICPA – American Institute of Certified Public Accountants*” (Instituto Norte-Americano de Contadores Certificados).

Em 1959, em substituição o CAP foi criado o APB - “*Accounting Principles Board*”, cuja missão consistia em: (i) avançar na construção de princípios contábeis perenes; (ii) determinar as práticas apropriadas; e (iii) reduzir áreas de inconsistências e diferenças nas práticas adotadas. Dada a falta de produtividade do APB foi criado em 1973, o FASB – “*Financial Accounting Standards Board*”. Dentre os fatores que diferenciaram a instituição das antecessoras, podem ser citados: (i) o fato de possuir uma diretoria com poucos membros (7 membros);(ii) o fato de ter um corpo dirigente técnico bem remunerado e dedicado integralmente à entidade;(iii) o fato de ter maior autonomia; (iv) o fato de ter maior representatividade.

2.1.1.2 - Objetivos e conceitos fundamentais

Atualmente, a estrutura conceitual contábil em vigor nos EUA está alicerçada, no tocante às entidades empresariais (com fins lucrativos), não governamentais, em 5 pronunciamentos chaves, denominados de SFAC – *Statements of Financial Accounting Concepts* - dos quais destacamos dois deles, quais sejam:

SFAC 1 - Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises

SFAC 5 - Recognition and Measurement in Financial Statement on Business Enterprises

O propósito dos SFAC é estabelecer objetivos e conceitos de padrões fundamentais que o FASB irá utilizar no desenvolvimento de padrões futuros de contabilidade e de divulgação financeira.

2.1.1.2.1 - SFAC 1

Esse pronunciamento permite concluir que as normas contábeis norte-americanas são elaboradas tendo por norte subsidiar decisões de investimentos e de crédito, ou seja, visando a atender principalmente usuários investidores e credores. Na sua elaboração, os constituintes tiveram como premissa o usuário razoavelmente qualificado e diligente. Justificável, assim, o grau de sofisticação e detalhe que possuem as normas norte-americanas. Em resumo, pode-se dizer, que segundo a filosofia do SFAC 1, os objetivos da divulgação financeira nos EUA são: (i) prover informação útil para aqueles que tomam decisões de investimentos ou de crédito, que tenham competência razoável; (ii) prover informação que auxilie a credores e investidores, potenciais e presentes, bem como a outros usuários, a avaliarem fluxos de caixa futuros, em termos de montante, tempestividade e probabilidade; e (iii) prover informação acerca de recursos econômicos, reclamados por estes (obrigações da entidade de transferir recursos para proprietários e outras entidades) e as respectivas mudanças.

2.1.1.2.2 - SFAC 5

De acordo com KIESO, 1998, a questão do reconhecimento e mensuração contábeis nos EUA está pautada em: premissas básicas, princípios básicos e restrições. Entre as premissas básicas estão incluídas: (i) o fato da entidade econômica não se confundir com a figura do sócio; (ii) o fato de o empreendimento ter uma vida longa o suficiente para realizar todos os ativos; (iii) o fato da unidade monetária ser um denominador comum da atividade econômica, além de ser relevante, simples, universalmente aceita,

inteligível e útil; e (iv) o fato de as atividades econômicas de uma entidade poderem ser divididas em períodos artificiais.

Importante consideração deve ser mencionada acerca da continuidade dos empreendimentos com finalidade lucrativa (going concern assumption). Os contadores, ao tomarem-no por norte em seus julgamentos profissionais, na realidade, não conferem à entidade econômica o caráter de eternidade.

Entidades estão sujeitas a fusões, aquisições, incorporações, liquidações, cisões, ou seja existem incertezas sobre o seu futuro. Quando contadores suportam suas decisões na continuidade das entidades econômicas, avaliam que elas serão capazes de sobreviver a exercícios sociais suficientes à realização de todos os seus ativos, principalmente aqueles de maior maturação (no caso os ativos fixos).

Em relação aos princípios básicos, são eleitos: (i) o custo histórico de aquisição de um ativo ou de assunção de uma obrigação, dada a sua maior confiabilidade (é no mínimo verificável e neutro); (ii) o reconhecimento da receita quando (a) realizada ou realizável e (b) ganha; (iii) a confrontação de despesas com receitas respectivas; e (iv) a divulgação ampla e justa, através de demonstrações contábeis, notas explicativas e informações suplementares.

Quanto ao custo histórico o SFAC 5 trabalha com o conceito de manutenção do capital financeiro o que implicaria a adoção do custo histórico corrigido, contudo o conceito é o de capital financeiro nominal, e não o real (manutenção do poder de compra). Tentativas de tal medida como a emissão do FASB nº 89, não lograram êxito nos EUA. Apesar disso, embora continue a figurar no rol dos preceitos teórico-contábeis norte-americanos, tem-se observado uma mudança progressiva nas bases de avaliação determinadas pelas normas do FASB.

O custo histórico é neutro e perfeitamente verificável, porém, para determinadas operações, não espelha com fidelidade a sua realidade econômica, o que representa uma ameaça à confiabilidade da informação

contábil. O método do “*fair value*” ou valor justo, ganha força nessas circunstâncias. De acordo com o SFAS nº 133 o *fair value* é o método mais relevante para se mensurar instrumentos financeiros e o único relevante para instrumentos derivativos.

Embora o princípio do custo histórico continue a ser a base primária de avaliação, o registro contábil e a divulgação da informação a valor justo (*fair value*) têm aumentado. A maioria dos títulos de dívida e títulos representativos do patrimônio são agora reportados a *fair value*. E o FASB requer a divulgação do *fair value* da maioria dos instrumentos financeiros.

Outros métodos de mensuração abrangidos pelo SFAC 5 (§ 67) são definidos pelo pronunciamento da seguinte forma:

Custo Corrente – alguns estoques são reportados pelo custo corrente de reposição, o qual representa o montante de caixa, ou seu equivalente, que teria que ser pago caso o mesmo ativo ou semelhante tivesse que ser adquirido.

Valor corrente de mercado – alguns investimentos em títulos e valores mobiliários, com cotação em mercado, são reportados pelo seu valor corrente de mercado, o qual é o montante de caixa, ou seu equivalente, que pode ser obtido através da venda de um ativo em uma liquidação ordenada. O valor corrente de mercado, geralmente, também é utilizado para ativos cuja expectativa de realização é inferior ao seu valor contábil. Alguns passivos que envolvem mercadorias e títulos e valores mobiliários, com cotação em mercado, como por exemplo, obrigações de lançadores de opções ou de vendedores de ações ordinárias, são reportados pelo valor corrente de mercado.

Valor líquido de realização – recebíveis de curto prazo e alguns estoques são reportados pelo seu valor líquido de realização, o qual representa o montante de caixa não descontado, ou seu equivalente, no qual se tem a expectativa de o ativo ser convertido no curso devido dos negócios, menos os custos diretos, se existentes, necessários para realizar a conversão. Passivos que envolvam montantes conhecidos ou estimados de dinheiro, pagáveis em datas futuras não conhecidas, como por exemplo, contas a pagar ou obrigações por

garantia, geralmente são reportadas pelo seu valor líquido de liquidação, o qual é o montante de caixa não descontado, ou equivalente, que se espera desembolsar para liquidar uma obrigação no curso devido do negócio, incluindo os custos diretos, se existentes, necessários para realizar o pagamento.

Valor presente dos fluxos de caixa futuros ou simplesmente os fluxos de caixa futuros descontados – recebíveis de longo prazo são reportados pelo seu valor presente (descontado pela taxa implícita ou histórica), que vem a ser o valor presente ou descontado das entradas de caixa futuras para as quais se espera que o ativo seja convertido no curso devido do negócio, menos o valor presente das saídas de caixa necessárias à obtenção das entradas. Contas a pagar a longo prazo são similarmente reportadas pelo seu valor presente (descontado pela taxa implícita ou histórica), que vem a ser o valor descontado das saídas de caixa que se espera que sejam requeridas para satisfazer a obrigação no curso devido do negócio.

O problema da mensuração e reconhecimento contábeis reside ainda, conforme já ressaltado, nas restrições à observância das premissas básicas e à observância dos princípios básicos.

Fazendo uma analogia, deve-se considerar o ato de se disponibilizar uma informação contábil tal qual um processo de filtragem decisorial, em que a última camada dessa filtragem caiba à avaliação das restrições da informação.

São consideradas como restrições: (i) a materialidade da informação e (ii) o seu custo-benefício; (iii) as práticas de um tipo de indústria; e (iv) o conservadorismo.

Uma ilustração acerca do que representa para a contabilidade norte-americana a restrição “práticas de indústrias específicas” é obtida em passagem extraída de HENDRIKSEN e VAN BREDA (1999, p.239), a seguir reproduzida:

Algumas empresas americanas apresentam uma tendência condenável de tratar os princípios contábeis como fronteiras de prática aceitável contra as quais devem pressionar com tanta força quanto possível, e não como padrões que devem procurar respeitar em nome do interesse público geral.

Exemplos de práticas contábeis setoriais específicas são atribuídos à indústria cinematográfica e ao setor imobiliário, nos EUA. As regras de reconhecimento de receitas para esses segmentos, a título de ilustração, são extremamente peculiares e detalhadas.

Em relação ao conservadorismo, suas origens são históricas. CHATFIELD (1991, p.2-4), um ferrenho crítico da cultura prudencial exacerbada que se formou nos contadores, argumenta como causas para consolidação do instituto:

As bases da doutrina moderna do conservadorismo se encontram na contabilidade da administração medieval. Durante a idade média, a concentração da propriedade da terra entre a nobreza produziu um sistema de delegação e administração através de procuradores.

O encobrimento de lucros não realizados foi à resposta natural dos administradores dos contratos feudais que o senhor teve de suportar sem que isto significasse perdas por fraudes, negligência ou decisões incorretas (Jack, 1966). O mais seguro era informar com moderação.

Os métodos de contabilidade não conservadores produziram folga e instabilidade, e influíram na distribuição dos recursos, nos níveis de preços e de produção, no ciclo dos negócios e no crescimento econômico em geral. Uma política de informação moderada apareceu como antídoto natural para a conhecida tendência da administração em exagerar a informação. Seus primeiros defensores foram os credores que quiseram salvaguardar seu capital dos pagamentos excessivos de dividendos.

A emergente profissão do contador teve suas próprias razões para preferir a prudência na informação financeira. Nascia num ambiente de falências, fracassos, fraudes e questões judiciais, o que deixou nos contadores um vivo

sentido de desastre (Parker, 1965). Na Inglaterra vitoriana ocorreram depressões econômicas quase a cada dez anos. A resposta da contabilidade foi cobrir todas as contingências futuras razoáveis, mesmo quando tais contingências não fossem exatamente quantificáveis ou passíveis de definição.

O resgate dessas considerações quanto aos objetivos e conceitos fundamentais sobre os quais estão alicerçados os princípios americanos demonstram que a sociedade exigiu tanto mais rigor, quanto maior tenha sido o desastre econômico vivenciado. Esse legado de influências nos leva a reflexão sobre o tratamento a ser considerado na determinação de valor para as empresas, diante do cenário mundial que se apresenta.

2.1.2 - Princípios contábeis brasileiros

Considerando o ambiente cultural e legal vigentes, há a manifestação de dois entes com relação à estrutura conceitual contábil. O Conselho Federal de Contabilidade – CFC e a Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Assim, existem dois documentos oficiais que rezam sobre os princípios e conceitos que estabelecem as regras teóricas contábeis brasileiras. O pronunciamento expedido pelo IBRACON (Instituto dos Auditores Independentes do Brasil), denominado “Estrutura Conceitual Básica da Contabilidade”, endossado pela Deliberação CVM nº 29/86, de 05 de fevereiro de 1986, tem eficácia no âmbito do mercado de capitais.

A Resolução CFC nº 750/93, de 29 de dezembro de 1993, que aprova os “Princípios Fundamentais de Contabilidade”, deve ser observada por todos os contabilistas (contadores e técnicos em contabilidade) no exercício da profissão, sob pena de sanção disciplinar.

A Resolução CFC nº 750/93, agregam-se subsidiariamente outras duas. A Resolução CFC nº 774/94, de 16 de dezembro de 1994, que aprova apêndice à própria Resolução CFC nº 750/93, e a Resolução CFC nº 785/95, de 28 de junho de 1995, que trata das características da informação contábil.

Todo esse arcabouço técnico sofre a influência de duas correntes distintas do pensamento contábil brasileiro. Uma, de origem norte-americana, preocupada com o poder informativo da contabilidade, com o usuário final das informações; outra, de origem européia, preocupada com o rigor formal de conceitos e princípios, a contabilidade como um fim em si mesma.

2.1.2.1 - Deliberação CVM 29/86

De acordo com o documento respaldado pela CVM, o objetivo central da contabilidade é prover seus usuários com as demonstrações e análises de natureza econômica, financeira, física e de produtividade acerca da entidade. Para tal, são eleitos como usuários-foco os acionistas, credores e integrantes do mercado de capitais em geral. Especificamente, é salientado que o objetivo principal da contabilidade é permitir a cada grupo de usuários a avaliação econômica e financeira da entidade, bem como possibilitar que se façam inferências sobre suas tendências futuras. Constatam-se duas características da informação contábil tacitamente aludidas: o seu valor confirmatório (passado) e o seu valor preditivo (futuro).

Outras características, explicitamente mencionadas no documento da CVM, dizem respeito a evidenciação e divulgação (disclosure) e à prevalência da essência econômica do evento ao invés da forma (Anexo à Deliberação CVM nº 29/86, item I).

As empresas precisam dar ênfase a evidenciação de todas as informações que permitem a avaliação de sua situação patrimonial e das mutações desse seu patrimônio e, além disso, que possibilitem a realização de inferências perante o futuro.

(...)

A contabilidade possui um grande relacionamento com os aspectos jurídicos que cercam o patrimônio, mas, não raro, a forma jurídica pode deixar de retratar a essência econômica. Nessas situações, deve a contabilidade

guiar-se pelos seus objetivos de bem informar, seguindo, se for necessário para tanto, a essência ao invés da forma.

A contabilização das operações vinculadas a instrumentos financeiros, assim definidas pela Instrução CVM 235/95, de modo a refletirem os juros de mercado efetivamente praticados, é imperiosa ao perfeito cumprimento do requisito essência econômica sobre a forma.

Avançando no estudo, vão sendo encontrados mais elementos presentes na estrutura conceitual adotada pela CVM. Ao ser feita menção ao aspecto quantitativo da informação contábil, a seguinte construção é apresentada (Anexo à Deliberação CVM nº 29/86 item 2.1).

Não é de se estranhar, portanto, o retumbante sucesso da nova disciplina, se imaginarmos que, sobretudo em sua parte formal quantitativa, nada ou quase nada mudou na contabilidade desde o século XV.

Em relação às características contábeis e aspectos das informações contábeis, é enfatizado que a sua relevância, a sua praticabilidade e a sua objetividade devem ser maximizados no processo de mensuração contábil. O ideal, na realidade, é um equilíbrio dessas três variáveis. Equilíbrio, nesse caso, deve ser sinônimo de melhor julgamento profissional. A relevância da informação suplanta a sua objetividade e a sua praticabilidade. É o equilíbrio necessário.

Em relação aos princípios e conceitos propriamente ditos, a estrutura conceitual adotada pela CVM trabalha com um modelo hierárquico. São considerados os postulados ambientais da contabilidade, que enunciam as condições sociais, econômicas e institucionais nas quais a contabilidade é conduzida; os princípios contábeis, que seriam uma diretriz para plena observância dos postulados; e as convenções contábeis, restrições aos princípios.

Como postulados ambientais tem-se o da entidade contábil, em suas dimensões jurídica, econômica, organizacional e social, e o da continuidade das entidades por um período indeterminado.

Conforme ressaltado no início deste tópico, correntes do pensamento contábil influenciam os documentos vigentes que tratam do arcabouço teórico contábil brasileiro.

Em relação ao postulado da entidade, percebe-se a influência norte-americana principalmente considerando que o conceito de entidade é determinado como uma pessoa jurídica, uma massa patrimonial, um departamento ou setor um segmento de negócio, ou mesmo um ente que interage com o seu meio social (de forma benéfica ou não), capaz de gerar informações contábeis segregadamente ou conjuntamente.

Em relação aos princípios contábeis é determinado o custo como base de valor, o denominador comum monetário, a realização da receita, e o da confrontação de despesas com receitas e com períodos contábeis.

O princípio do custo como base de valor e o denominador comum monetário, complementares por sinal, tratam em grande parte de questões associadas à contabilidade em moeda de poder aquisitivo constante. Uma provável justificativa disso seria o ambiente inflacionário brasileiro de longa data.

2.1.2.2 - Resolução CFC 750/93, 774/94 e 785/95

O arcabouço teórico contábil do CFC não trabalha com hierarquias conceituais. Todos os princípios são fundamentais, eqüitativamente dispostos. Outro aspecto de dissonância é o de que a contabilidade não existe para atender aos objetivos de seus usuários, este é um aspecto secundário. A contabilidade existe por ser uma ciência, cujo objeto é o patrimônio das entidades.

Observam-se os traços característicos da segunda corrente do pensamento contábil brasileiro. É a linha européia legalista da contabilidade

como um fim em si mesma. O rigor excessivamente formal dos conceitos. De acordo com a Resolução CFC nº 750/93, artigo 2º.

Os princípios fundamentais de contabilidade representam a essência das doutrinas e teorias relativas à ciência da contabilidade, consoante o entendimento predominante nos universos científico e profissional de nosso país. Concernem, pois, a contabilidade no seu sentido mais amplo de ciência social, cujo objeto é o patrimônio das entidades.

A entidade, à luz dos dispositivos das Resoluções CFC nº 750/93 e nº 774/94, é sinônimo de autonomia patrimonial. Como consequência, as dimensões econômicas, sociais ou mesmo departamentais não são consideradas como entidades, mas tão-somente unidades econômico-contábeis. É mais uma evidência da doutrina européia. De acordo com a Resolução CFC nº 750/93, artigo 4º, parágrafo único:

A soma da agregação contábil de patrimônios autônomos não resulta em nova ENTIDADE, mas numa unidade de natureza econômico-contábil.

Quanto a oportunidade, à luz também dos dispositivos das Resoluções CFC nº 750/93 e nº 774/94, esta nada mais é do que sinônimo de tempestividade com que a informação contábil é reconhecida ou disponibilizada aos seus usuários, com plena observância de seu fato gerador (o que aliás, já é determinado pelo princípio da competência).

Após essas considerações iniciais, o tópico seguinte visa analisar os princípios que regem a determinação do valor das empresas diante da situação econômico-financeira e social na qual está inserida a referida entidade.

2.1.3 - O princípio baseado nas transações ocorridas

O custo de aquisição de um ativo ou de insumos necessários para fabricá-lo e colocá-lo em condições de gerar benefícios para a entidade representa a base de valor para a contabilidade. A utilização do custo histórico (original) como base de valor decorre basicamente de dois aspectos: sua objetividade e sua facilidade de utilização.

A importância de sua utilização consiste no conceito de que um valor de entrada deve prevalecer, como base de registro para a contabilidade, na continuidade. Considerando que tributos e dividendos provocam saídas periódicas de recursos financeiros, caso eles sejam superavaliados, podem provocar a perda de tamanho ou até a descontinuidade do empreendimento. Assim, a utilização do custo como base de valor além de ser mais objetivo e de fácil aplicação, também atende a convenção do conservadorismo que, de acordo com (Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações, 4ª edição, p.89) tem como enunciado o seguinte:

Entre conjuntos alternativos de avaliação do patrimônio, igualmente válidos, segundo os Princípios Fundamentais, a Contabilidade escolherá o que representar o menor valor atual para o ativo e o maior valor para as obrigações

O custo histórico é o que atende melhor as questões relativas a objetividade e praticabilidade contribuindo para a proteção do capital da empresa. Mesmo na contabilidade gerencial onde ocorrem avaliações para apuração de resultados sobre os negócios da empresa a sua utilização representa o valor original e de referência para transações que envolvam variações patrimoniais e apuração de ganhos e perdas.

As críticas que se fazem a esse critério (conforme Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações, 4ª edição, p.74) decorrem do fato de que com o tempo o custo histórico fica defasado, principalmente pelos seguintes aspectos:

- desgaste físico e natural do ativo;
- flutuações do poder aquisitivo da moeda;
- flutuações específicas do preço do ativo;
- mudanças tecnológicas; e
- obsolescência.

Esses aspectos são considerados com o passar do tempo, tendo em vista que na data que ocorre a transação entende-se que o custo histórico representa efetivamente o melhor valor da operação, dado que ninguém compra um ativo por preço superior ao valor esperado dos benefícios futuros a serem gerados por ele.

Assim, de acordo com (Martins, 2000, p. 36):

O custo histórico não deve ser utilizado quando pretendemos apurar a capacidade futura de geração de riquezas, pois como ele está baseado em transações ocorridas, muitas vezes poderá não estar relacionado a possibilidade de repetição dessas transações no futuro pelo valor anteriormente ocorrido. Assim, os casos em que não é recomendável a sua utilização podem ser os seguintes:

- a) avaliações de empresas em andamento, privatizações;*
- b) empresas que estão encerrando suas atividades (inclusive processos de falência);*
- c) cisão, incorporação e fusão de empresas;*
- d) oferta de garantias, penhores;*
- e) gestão interna que deseja estabelecer planos de novos negócios.*

Outra desvantagem está relacionada a existência de efeitos inflacionários em decorrência da variação de preços do mercado. Especificamente, são excluídos do lucro de custo histórico os ganhos de participação acionária (os que decorrem do fato de que está aumentando o valor dos ativos específicos mantidos na empresa para utilização contínua) e os ganhos e perdas

monetárias (quando os preços em geral aumentam, os ativos e passivos monetários perdem seu valor), que representam um importante fator do conceito econômico de renda.

Finalmente, e de importância especial na análise de investimentos, as tendências de resultados de custo histórico podem oferecer uma impressão errônea da evolução da empresa no decorrer do tempo. À medida que os preços sobem, toda transação específica constitui um lucro de custo histórico correspondentemente maior, embora seu impacto econômico permaneça, na verdade, inalterado.

2.1.4 - A comparação com o regime de caixa

Existe uma forte correlação da utilização do custo como base de valor com o regime de caixa, dado que ninguém duvida que o lucro comercial deverá ser refletido no caixa para ser verdadeiro. Ocorre que o efeito no caixa é apresentado em vários momentos. Por exemplo o valor das vendas a prazo será recebido em momento futuro e de acordo com o valor estabelecido no documento base da transação, portanto como custo como base de valor. Já os custos de produção serão reconhecidos em períodos diversos dependendo dos vencimentos das compras e dos serviços contratados e utilizados na produção. A utilização do custo histórico para apuração dos custos representa sua relação direta com o caixa utilizado. As vendas deduzidas da provisão para créditos incobráveis também representam as entradas efetivas de recursos. Mesmo a depreciação que é tida como uma despesa que não representa movimentação do caixa na época em que ela é calculada, deverá compor a necessidade de caixa no futuro, dado que representa a necessidade de guardar recursos de caixa para poder repor os ativos tangíveis no futuro. Assim, a relação com o caixa é uma questão apenas temporal entre o reconhecimento contábil como despesa ou perda e o reflexo no caixa. A longo prazo a depreciação tem o mesmo reflexo no caixa do que qualquer custo de produção, tais como: despesa com salários, provisão para férias e pagamentos a fornecedores.

O atrelamento do custo histórico ao fluxo de caixa das transações ocorridas sustenta a sua utilização como base de valor para o registro contábil. Em verdade, esse vínculo é a maior razão para registro dos ativos não monetários por seu custo de aquisição. O conceito de custo histórico, amarrado com o caixa representa um alcance fundamental para entendermos que lucro está intrinsecamente relacionado com o caixa.

As grandes desvantagens da utilização do custo histórico estão relacionadas com os seguintes aspectos:

- a desconsideração da variação do poder aquisitivo da moeda no tempo;
- o não reconhecimento do custo do capital próprio empregado(custo de oportunidade).

Esses aspectos serão abordados nos capítulos seguintes onde estaremos estudando formas alternativas para considerá-los sem esquecer dos aspectos principais que tem consagrado a adoção do princípio de custo como base de determinação do valor de acordo com as transações ocorridas e pelo seu montante histórico. O mais importante é estabelecermos a relação direta que existe entre o lucro e o caixa, dado os aspectos temporais que os separam. Caso não existissem diferenças temporais poderíamos dizer que caixa e lucro devem ser representados pelo mesmo valor.

2.2 - A utilização prática do custo histórico corrigido em épocas de inflação

Os demonstrativos contábeis de fim de período, bem como outros relatórios emanados do setor contábil, são estruturados em parte na pressuposição de que a moeda não sofre variações em seu poder aquisitivo intrínseco.

Uma das razões para manter esse entendimento é que o valor a ser atribuído a um bem é algo subjetivo, que pode variar de apreciação para

apreciação. Para evitar os riscos do subjetivismo, prefere-se levantar relatórios contábeis que representem acumulação de valores históricos, isto é, resultantes de transações, de preços de mercado objetivamente incorridos ou ocorridos em várias datas, numa mescla de moedas de poder aquisitivo variável.

O fato de se levantar balanços com base em preços históricos não significa, todavia, que não possam ser efetuados alguns ajustamentos, a fim de apresentar á administração uma visão mais realista e atualizada da situação financeira e de rentabilidade da empresa, quando necessário.

Conforme Anexo a Instrução CVM nº 64/87, para ajustar os demonstrativos de maneira a expurgá-los da variável inflacionária devem ser resolvidos preliminarmente alguns aspectos, tais como:

- que tipo de valor se pretende obter;
- qual o grau de detalhamento do ajustamento;
- como proceder (quais índices de preços utilizar, quais as técnicas de ajustar certos itens de balanço, etc.);
- como interpretar os valores e demonstrativos resultantes.

Quanto ao primeiro item podemos, basicamente, ter em mente três alternativas, sendo: (i) desejo de obter o valor corrente de reposição dos bens constantes do balanço; (ii) desejo de obter, primeiramente, um valor de reposição dos bens, para, em seguida, verificar, pela comparação entre índices gerais de preços e preços específicos de reposição, a situação da empresa em termos relativos; (iii) desejo de ressaltar tão somente a magnitude monetária dos dados históricos, corrigindo-os pela variação do poder aquisitivo geral da moeda.

A sistemática adotada no Brasil para atualização monetária dos balanços (correção monetária dos balanços) foi procedimento obrigatório até dezembro

de 1995. Para entendermos esse procedimento é necessário analisar o seguinte:

Em épocas de altos índices inflacionários, em quais moedas estão sendo apresentados os valores das demonstrações contábeis? O quadro abaixo procura responder a essa indagação.

Quadro 1: Balanço Patrimonial

VALOR	ATIVO	PASSIVO	VALOR
PRESENTE	CAIXA E BANCOS	EMPRÉSTIMOS	PRESENTE
FUTURO	DUPLICATAS A RECEBER	IMPOSTOS	FUTURO
PASSADO	ESTOQUES	FORNECEDORES	FUTURO
(?)	PERMANENTE	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	(?)

Fonte: Autor

Quadro 2: Demonstração de Resultados

VENDAS	SOMA DE DIVERSAS MOEDAS	\$ (JANEIRO + + DEZEMBRO)
CUSTO DOS PRODUTOS/SERVIÇOS VENDIDOS	SOMA DE VALORES HISTÓRICOS	\$ (JANEIRO + + DEZEMBRO)
LUCRO BRUTO		SUPERAVALIADO
DESPESAS OPERACIONAIS		
VENDAS	SOMA DE DIVERSAS MOEDAS	\$ (JANEIRO + + DEZEMBRO)
ADMINISTRATIVAS	IDEM	IDEM
FINANCEIRAS	Despesas	(Inclui despesas e receitas inflacionárias)
	Receitas	(Inclui despesas e receitas inflacionárias)
LUCRO OPERACIONAL		SUPER/SUB AVALIADO
CORREÇÃO MONETÁRIA DE BALANÇO		(Reflete ganhos/perdas ativos/passivos monetários)
LUCRO ANTES DO IMPOSTO DE RENDA		São as únicas rubricas que
IMPOSTO DE RENDA		Estão á moeda de
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO		Final do período

Fonte: Autor

Para compreender de forma mais analítica os efeitos da inflação alguns entendimentos preliminares são necessários, dentre os quais destacamos:

2.2.1 - Princípio do denominador comum monetário

De acordo com (Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações, 4ª edição, p. 77) o enunciado do princípio do denominador comum monetário, estabelece que: *As demonstrações contábeis, sem prejuízo dos registros detalhados de natureza qualitativa e física, serão expressas em termos de moeda nacional de poder aquisitivo da data do último balanço patrimonial.*

De acordo com esse enunciado a busca está em demonstrar aos usuários das demonstrações contábeis ativos e obrigações de naturezas tão diferenciadas entre si, pelo denominador comum monetário, ou seja a moeda corrente do país como fator de avaliação. Para efeito de interpretação, a homogeneização das demonstrações de publicação não apenas devem ser avaliadas a moeda nacional, mas de poder aquisitivo da data do balanço patrimonial. Assim as contas que representam direitos e obrigações a receber e a pagar devem estar com valores expressos na data de encerramento dos balanços. A partir dessa interpretação deriva o entendimento de que algumas transações são realizadas com base em valores prefixados e com a liquidação primária a certo prazo da data da operação, criando-se a indagação crescente da utilização do conceito de valor presente. O valor do dinheiro no tempo tem levado a uma mudança da atitude nesses casos em que o prazo ou os juros e os efeitos inflacionários embutidos (mesmo que apenas implicitamente) no preço prefixado, são significativos.

2.2.1.1 - Ativos e passivos monetários

De acordo com instrução CVM nº 64 de 19 de maio de 1987, consideram-se itens monetários os elementos patrimoniais compostos pelas disponibilidades e pelos direitos e obrigações realizáveis e exigíveis em moeda, independentemente de estarem sujeitos a variações pós-fixadas ou de incluírem juros ou correções prefixadas.

2.2.1.2 - Ativos e passivos não monetários

Consideram-se itens não monetários os elementos do ativo permanente, patrimônio líquido e dos resultados de exercícios futuros, bem como os estoques, as despesas antecipadas, os direitos e obrigações a serem saldados em bens e os demais elementos não realizáveis ou exigíveis em moeda.

2.2.1.3 - Para compreender os efeitos que causam a inflação

As distorções nas demonstrações contábeis são proporcionais ao nível da inflação. Nesse sentido, se for analisado os fatos históricos dos últimos anos, pode-se compreender porque foi estabelecida a sistemática de correção monetária dos balanços na forma conhecida e que vigorou até 1995. A razão principal consiste na ocorrência de índices de inflação anual de 25% aa até 40% aa ocorridos até 1978. A partir desse ano os índices de inflação anual passaram a variar de 80% aa até 235% aa. Com o crescimento desses índices as demonstrações contábeis foram afetadas significativamente e a sistemática de correção monetária de balanços passou a gerar valores relevantes e de difícil interpretação para os usuários das demonstrações contábeis.

Para entender como esses fatos ocorreram, segue a demonstração de como foi estabelecido o mecanismo de correção monetária de balanços e os seus efeitos. Utilizar o exemplo com os seguintes dados:

Quadro 3: Balanço Patrimonial antes da Correção Monetária

ATIVO		VALORES	PASSIVO		VALORES
Circulante		300	Circulante		150
Realizável a longo prazo		50	Exigível a longo prazo		500
Permanente			Patrimônio Líquido		
	Investimentos	50		Capital	150
	Imobilizado	500		Reserva de Capital	100
	Diferido	100		Reserva de lucros	50
		650		Lucros acumulados	50
					350
Total		1.000	Total		1.000

Fonte: Autor

Considerando:

- Inflação de 70% no ano;
- Não houve movimentação no período;
- O exigível a longo prazo é representado por empréstimos reajustados pelo mesmo índice de inflação do ano (70%).

Demonstrar o cálculo dos efeitos da inflação (ganhos ou perdas com a inflação de 70% no ano):

Perda sobre os ativos monetários

	Valores
• No ativo circulante: 70 % sobre 300 =	(210)
• No realizável a longo prazo: 70 % sobre 50 =	(35)
Total	(245)

Ganho sobre os passivos monetários

- | | |
|---|-----|
| • No passivo circulante: 70 % sobre 150 = | 105 |
|---|-----|

Ganhos (perdas) líquidas **(140)**

A questão básica a analisar é se essa perda é operacional ou não, considerando a essência do valor e o seu tratamento na sistemática oficial de apuração da correção monetária de balanços que vigorou até 1995. Para obter resposta para essa questão analisar a forma com que esses efeitos são refletidos nas demonstrações contábeis, de acordo com a sistemática de correção monetária dos balanços. Assim, de acordo com os dados anteriormente informados, o cálculo da correção monetária de balanço é o seguinte:

- **Cálculo do ganho (perda) com inflação de acordo com a sistemática de correção monetária de balanços:**

Pode-se analisar o resultado da correção monetário de balanço da seguinte forma:

- Cálculo da correção monetária do ativo permanente – representa receita de correção monetária de balanço em contrapartida do débito no ativo, sendo:

Itens	Cálculo	Valores
Investimento	(70% de 50) =	35
Imobilizado	(70% de 500) =	350
Diferido	(70% de 100) =	70
Total		455

- Cálculo da correção monetária do patrimônio líquido – representa despesa de correção monetária de balanço em contrapartida do crédito no patrimônio líquido:

Itens	Cálculo	Valores
Capital	(70% de 150) =	105
Reserva de capital	(70% de 100) =	70
Reserva de lucro	(70% de 50) =	35
Lucros Acumulados	(70% 50) =	35
Total		245

Assim, o saldo da correção monetária de balanço é de 210 (455-245), correspondente a diferença entre o saldo de correção monetária do ativo permanente e do patrimônio líquido. Comparando-se os cálculos das perdas com os ativos monetários expostos a inflação (140) com o saldo da correção monetária do balanço (210) a pergunta que surge é por que existe essa diferença? O que falta considerar?

A resposta a essa questão está na análise da variação monetária existente sobre o passivo exigível a longo prazo. Se considerarmos a sua

atualização pelo mesmo índice da inflação teremos: (70% de 500) que corresponde a 350. A diferença entre 350 e o saldo da correção monetária (210) corresponde a 140, que representa a perda líquida com a exposição dos ativos/passivos monetários a inflação. Apurando o demonstrativo de resultados temos o seguinte:

Demonstração de resultados com ajuste da correção monetária de balanços

Receitas líquidas	ZERO
Custo das vendas	ZERO
Lucro bruto	ZERO
Despesas operacionais:	
Vendas	ZERO
Administrativas	ZERO
Financeiras	(700)
Resultado operacional	(700)
Correção monetária de balanço	210
Lucro (prejuízo) do período	(140)

Esquemáticamente demonstrar os efeitos da apuração dos ganhos e perdas com ativos/passivos monetários da seguinte forma:

Itens	Valores	Itens	Valores
Ativo circulante e realizável a longo prazo	350	Passivo circulante e exigível a longo prazo	650
Ativo permanente	650	Patrimônio líquido	350
Total	1.000	Total	1.000

Cálculo dos ganhos/perdas monetárias:

Itens	Cálculos	Valores
Ativos monetários	(70% de 350) =	(245) - perda
Passivos monetários	(70% de 650) =	455 - ganho
Efeito líquido		210

Cálculo pela sistemática da correção monetária de balanço:

Itens	Cálculos	Valores
Patrimônio Líquido	(70% de 350) =	(245) - perda
Ativo permanente	(70% de 650) =	455 - ganho
Efeito líquido		210

A principal consideração desse exemplo é de que a sistemática de correção monetária utilizada até 1995 representa a perda nos ativos monetários, menos o ganho dos passivos monetários além da atualização, para moeda final, dos resultados obtidos durante o exercício. Portanto a sistemática de correção monetária utilizava um modelo simplificado mas que permitia a correta apuração do lucro (prejuízo) final, exceto quanto a falta de correção de estoques e outros itens de natureza não monetária. O efeito da inflação é medido pela soma das duas contas, quais sejam a correção monetária representa só uma parte da inflação, sendo que a outra parte está inserida no grupo das despesas financeiras. Existe uma classificação indevida na demonstração do resultado, pois tanto as despesas financeiras quanto a correção monetária de balanço devem ser computadas na determinação do resultado operacional.

Para entender a aplicação da sistemática da correção monetária integral, vejamos um exemplo baseado em demonstrações contábeis preparadas de acordo com a sistemática oficial da correção monetária de balanço. Os passos desse exemplo serão apresentados abaixo:

Um empresário, ao início de 19XX abriu uma empresa comercial com \$ 400 de capital e com mais financiamento de \$ 600. Iniciou comercializando em janeiro, produtos por \$ 1.000 que lhe custaram \$ 900 obtendo um lucro de \$ 200. Após ter comprado sua loja por \$ 700 e face à ciranda financeira, resolveu aplicar os recursos de \$ 400 no mercado financeiro deixando \$ 100 em caixa para os imprevistos, ao invés de continuar a operação de compra e venda de produtos. Assim a situação patrimonial inicial é a seguinte:

Quadro 4: Balanço Patrimonial Inicial

ATIVO	VALORES		PASSIVO	VALORES
Disponível	100		Empréstimo a longo prazo	600
Imobilizado	700		Capital	400
Total	1.000			1.000

Fonte: Autor**Quadro 5: Demonstração de Resultados após a Venda (Janeiro de 19XX)**

MÊS	ITENS	VALORES
Janeiro	Vendas	1.100
	CMV	(900)
	Lucro	200

Fonte: Autor**Quadro 6: Balanço Patrimonial no Final de Janeiro/19XX**

ATIVO	VALORES		PASSIVO	VALORES
Disponível	100		Empréstimo a longo prazo	600
Aplicações financeiras	400		Capital	400
Imobilizado	700		Lucro parcial	200
Total	1.200			1.200

Fonte: Autor

Como dados adicionais considerar como índice de inflação 200%, encargos financeiros de 230% e rendimentos de receitas na ordem de 220%. Assim, com essas informações adicionais as demonstrações contábeis ajustadas no final do exercício são as seguintes:

Demonstração de Resultados em 31 de dezembro de 19XX

ITENS	VALORES
Venda	1.100
CMV	(900)
Lucro Bruto	200
Receitas financeiras	880
Soma	1.080
Despesas financeiras	(1.380)
Resultado operacional	(300)
Correção monetária de balanço	600
Lucro	300

Demonstração do cálculo da correção monetária do balanço:

Ativo permanente	(200 % de 700) = 1.400
Patrimônio líquido	(200 % de 400) = (800)
Saldo	600

Quadro 7: Balanço Patrimonial em 31 de Dezembro de 19XX

ATIVO	VALORES		PASSIVO	VALORES
Disponível	100		Juros a pagar	180
Aplicações financeiras	1.280		Empréstimo	1.800
Total do circulante	1.380		Patrimônio líquido	
Imobilizado	2.100		Capital atualizado	1.200
			Lucro	300
Total	3.480		Total	3.480

Fonte: Autor

Quadro 8: Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos em 31 de Dezembro de 19XX

Demonstração da Variação do Capital Circulante Líquido:

	Cálculos	Valores
Variação no ativo circulante (saldo inicial-saldo final)	1.380 – 1.000	380
Variação no passivo circulante(saldo final-saldo inicial)	(180 – 0)	(180)
Variação do capital circulante líquido		200
Origens de recursos		
Das operações :		
Lucro		300
Despesas/receitas que afetam capital circulante:		
- correção monetária de balanço		(600)
- variação monetária passiva		1.200
Recursos gerados pelas operações		900
Aplicações de recursos		
Em immobilizações		700
Variação do capital circulante líquido		200

Fonte: Autor

Com base nas demonstrações contábeis acima, considerar as seguintes análises preliminares:

- As operações da empresa deram elevados prejuízos operacionais (prejuízo operacional de 300);
- A empresa foi “salva” pela correção monetária;
- Origem meramente escritural do lucro e não pode ser distribuído pois é lucro inflacionário;

- Despesas financeiras são mais que 100% das vendas e “estão matando” a empresa, talvez entre em concordata no futuro;
- Felizmente o diretor financeiro salvou a empresa, pois conseguiu receitas financeiras de 880 transformando um prejuízo num lucro final de 300;
- A empresa melhorou sua situação financeira onde suas operações geram 900 de recursos e, por uma “sadia política de investimentos” aplicou somente 700 em imobilizado e os 200 restantes reforçaram seu capital de giro.

Se essas mesmas demonstrações contábeis forem elaboradas utilizando-se da técnica de correção monetária integral, elas podem ser apresentadas da seguinte forma:

Quadro 9: Demonstração de Resultados pela Correção Integral

	Cálculos	Valores
Vendas	1.100 x 3,00 =	3.300
CMV	900 x 3,00 =	(2.700)
Lucro bruto		600
Receitas financeiras		
Nominais		880
Perda nos ativos monetários(aplicações financeiras)	200% de 400 =	(800)
Receitas financeiras líquidas		80
Lucro antes das despesas financeiras		680
Perda nos ativos financeiros disponibilidades	200% de 100 =	(200)
Lucro gerado pela utilização dos ativos		480
Despesas financeiras		
Nominais		(1.380)
Ganho com passivos monetários expostos	200% de 600 =	1.200
Despesas financeiras líquidas		(180)
Lucro		300

Fonte: Autor

Quadro 10: Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos pela Correção Monetária Integral

	Cálculos	Valores
Variação do capital circulante líquido		
Variação no ativo circulante (saldo inicial atualizado-saldo final)	(1.000 x 3 – 1.380)	(1.620)
Variação no passivo circulante (saldo inicial atualizado-saldo final)	(0 – 180)	(180)
Variação		(1.800)
Origens de recursos		
Das operações : Lucro		300
Aplicações de recursos		
Em immobilizações	(700 x 3)	2.100
Variação do capital circulante líquido		(1.800)

Fonte: Autor

A partir das demonstrações contábeis complementares apresentadas de acordo com a correção monetária integral, reconsiderar as análises preliminares anteriores, incluindo o seguinte:

- O lucro de 300 pela demonstração anterior, após a contabilização da correção monetária de balanço é real e apurado a moeda de fim do período;
- As operações da empresa dão lucro e não prejuízo. A comercialização de produtos é quem produziu a maior parte dos lucros pois foi de 600;
- A empresa não “foi salva” pela correção monetária, ao contrário 1/3 (200) de seu lucro comercial foi perdido por manter 100 em caixa, sem aplicar;
- As despesas financeiras não “estão matando” a empresa, em vez de mais de 100% das vendas, representam somente 5,4% de custo real;

- O diretor financeiro não é mais o herói da empresa pois a receita financeira real foi de somente 80 e não 880;
- O proprietário concluiu que não é vantagem deixar de operar para aplicar o dinheiro no mercado;
- O que parecia uma “sadia política de investimentos” em termos de capital de giro, mostra, agora que a empresa: (i) não teve 900 de recursos originados das operações, mas somente 300; (ii) a aplicação em imobilizado foi de 2.100 e não de 700; (iii) em resumo, o que parecia um fortalecimento do capital de giro de 200 é realmente uma redução de 1.800.

Apesar dessas diferenças fundamentais entre as demonstrações contábeis elaboradas em moeda constante e aquelas apresentadas de acordo com a legislação societária, em 3 de abril de 2001 através da Interpretação Técnica 02/2002 o Instituto dos Auditores Independentes do Brasil – IBRACON emitiu pronunciamento em atenção a Resolução nº 900 do Conselho Federal de Contabilidade – CFC, que dispõe sobre a aplicação do princípio da atualização monetária pelas empresas, considerando a estabilidade da economia e da moeda brasileira, determinando o seguinte:

De acordo com a citada Resolução, a aplicação do referido princípio torna-se compulsória quando a inflação acumulada no triênio, calculada com base no Índice Geral de Preços do Mercado – IGPM, for de 100% ou mais, e deverá ser amplamente divulgada nas notas explicativas às demonstrações contábeis.

Referida Resolução determina ainda que:

(a) as empresas que elaboram demonstrações contábeis preparadas de acordo com os princípios fundamentais de contabilidade (incluindo as demonstrações contábeis preparadas em moeda de poder aquisitivo constante ou pela correção integral – CMI), deverão cessar o reconhecimento dos efeitos inflacionários no exercício findo em 31 de dezembro de 2000 ou no período findo em 31 de março de 2001, caso já tenham sido emitidas demonstrações contábeis completas ou intercalares nessa data.

(b) a divulgação de efeitos inflacionários posteriores à data acima referida, e enquanto o nível inflacionário não atingir 100%, poderá ser feito exclusivamente na forma de informação suplementar.

Entende-se que, como resultado dessas definições, as diferenças patrimoniais existentes entre as demonstrações contábeis preparadas de acordo com os princípios fundamentais de contabilidade e as demonstrações contábeis preparadas de acordo com princípios contábeis previstos na legislação societária brasileira, na data em que cessa, o reconhecimento dos efeitos inflacionários, permanecerão refletidos e serão exauridas no decorrer do tempo por meio da depreciação, amortização ou exaustão do ativo imobilizado e do diferido ou pela liquidação de ativos e passivos.

Conforme determinação legal observa-se que o Brasil adotou o princípio internacional de considerar economia inflacionária somente quando após três anos consecutivos o índice de inflação atingir 100%, bem como o fato de que o índice de inflação acumulado de dezembro de 1995 até dezembro de 2001, calculado pelo IGPM é de 74,64%, sendo de 45,90% nos últimos três anos (1999/2001).

A partir dessa determinação legal, apesar da realidade econômica, a técnica de ajustar as demonstrações contábeis para moeda de poder aquisitivo constante, mesmo demonstrando uma informação mais adequada, está em desuso.

No Brasil já foram desenvolvidos vários instrumentos legais sobre a correção monetária, dos quais podemos fazer um breve histórico e destacar os seguintes: (a) a Lei 4357 de 16 de julho de 1964 tornou compulsória a correção monetária do ativo imobilizado; (b) a Lei 6404/76, em seu artigo 185, determinou a correção monetária do ativo permanente e do patrimônio líquido; (c) o Decreto-lei 1598 de 1977 estendeu a obrigatoriedade para as demais empresas (a sistemática da Lei 6404 determinava a correção monetária apenas para as sociedades anônimas); (d) a Instrução CVM nº 64 de maio de 1987 introduziu a metodologia da correção monetária integral das demonstrações

contábeis no âmbito das companhias de capital aberto; (e) a Instrução CVM 191, que tornou completa a sistemática de correção dos valores patrimoniais, sendo reconhecida por organismos como o IASC (International Accounting Standards Committee).

Em 1995, como decorrência da aplicação do plano de estabilização econômica e no conjunto de várias medidas editadas pelo governo federal surgiu a Lei 9.249 que passou a vigorar a partir de 01 de janeiro de 1996, a qual determinou em seu artigo 4º o seguinte:

Fica revogada a correção monetária das demonstrações financeiras de que tratam a Lei 7.799, de 10 de julho de 1989, e o artigo 1º da Lei 8.200, de 28 de junho de 1991. Parágrafo Único: fica vedada a utilização de qualquer sistema de correção monetária de demonstrações financeiras, inclusive para fins societários.

Essa determinação teve como principal objetivo não “realimentar” a inflação com a correção monetária dos balanços.

Como ficou demonstrado, o custo histórico corrigido é muito mais útil que o custo histórico puro, mesmo em baixíssimas taxas de inflação, no longo prazo o custo histórico corrigido mede de forma muito melhor o lucro. Contudo, considerando a decisão do IBRACON anteriormente mencionada, o Brasil considera-se um país com baixos índices de inflação e, portanto comparável ao modelo norte-americano que considera como lucro todos os dólares que hoje um acionista obtém, por exemplo pelo encerramento de sua empresa, contra os dólares nominais nela investidos há 30 anos atrás (considerando também, os fluxos nominais de distribuições de dividendos e novas inversões em capital ocorridos durante esse tempo); mesmo que haja um total de 300% de inflação durante esse período.

Esses aspectos nos levam a reflexão de que a não consideração dos efeitos da inflação nas demonstrações contábeis representa um erro contábil. A afirmação de que um lucro considerando moedas de momentos diferentes como se fossem absolutamente iguais não pode ser entendida como

verdadeira. Existem variáveis na determinação dos efeitos da inflação sobre as empresas, por exemplo, qual a taxa de inflação mais adequada, se todas as empresas sofressem os efeitos da inflação da mesma forma e no mesmo momento, poderia isso ser dado como forte atenuante, até podendo-se concluir que seria melhor deixar ao usuário a consideração desses efeitos. Mas isso não ocorre; praticamente todas as empresas perdem com a mensuração de lucros exagerados ao longo do tempo, com tributação acima da nominalmente legislada e com taxa de retorno e de distribuição de resultado inferior à divulgada, escriturada e auditada. Só que algumas empresas sentem esse efeito imediatamente (como as de grande patrimônio líquido e sem ativo permanente) e outras a longo prazo (enormes imobilizados financiados por terceiros e pouco patrimônio líquido). A iniquidade dessa distribuição heterogênea dos efeitos da inflação, podendo estar superavaliando o lucro de uma empresa ao mesmo tempo em que subavalia o de outra, e superavaliar o de hoje e subavaliar o de amanhã da mesma empresa, mas com a segurança de superavaliar, no longo prazo, o de todas, é um desafio que ainda não está resolvido tecnicamente.

Apesar disso, o IBRACON e o CFC continuam mantendo como princípios fundamentais de contabilidade a atualização monetária dos valores contábeis e o conceito de que lucro só se obtém depois de mantido o capital monetário investido devidamente corrigido. Esse tema será abordado no próximo item.

2.2.2 - O custo corrente (CC)

Para facilitar o entendimento do lucro utilizamos o modelo mais completo (Edwards & Bell adaptado), com base na estrutura da demonstração de resultados que conhecemos. Ela é a seguinte:

Quadro 11: Modelo de Demonstração de Resultados a Custo Corrente

Itens do resultado	Conteúdo
Vendas	Valor de realização: quantidade vendida multiplicada pelo preço unitário de venda
Custo(corrente) das vendas – CV	Soma dos custos correntes nas datas das vendas: quantidade vendida multiplicada pelo preço médio ponderado das compras do período. Martins (1972:2-9) propõe: quantidade vendida multiplicada pelo preço médio ponderado das compras, obtido em cada uma das datas do período. O primeiro critério seria: $CV = QTV \times VCP / UCP$ O critério proposto por Martins seria: $CV = QTV \times PPP$ Em que: QTV= quantidade total vendida; VCP= valor das compras no período; UCP= número de unidades compradas; PPP= ponderação dos possíveis preços de compra.
Lucro bruto	Vendas menos o custo (corrente) das vendas
Despesas operacionais	Consumos de recursos diversos avaliados pelos valores correntes.
Lucro operacional	Resultado corrente das operações realizadas no período.
Economias de custos realizadas - estoques	Resultado da estocagem das mercadorias vendidas: CV histórico menos o CV corrente na data da venda.
Ganhos de capital realizados	Resultado da estocagem dos ativos permanentes baixados(depreciação, venda, etc): baixas históricas menos as baixas correntes atuais.
Lucro realizado no período	Resultado de todos os eventos(inclusive de anos anteriores) realizados no exercício atual. Ele representa o resultado do exercício apurado pelo custo histórico.
Realização de economias de custos auferidas em períodos anteriores - estoques	Exclusão dos resultados da estocagem das mercadorias vendidas no período, porém auferidos em exercícios anteriores: CV corrente do final do período anterior menos o CV histórico.
Realização de ganhos de capital auferidos em períodos anteriores	Exclusão dos resultados da estocagem dos ativos permanentes baixados no período, porém auferidos em exercícios anteriores: diferença entre o custo corrente anterior e o custo histórico das baixas efetuadas no período.
Lucro realizado no período	Soma dos resultados realizados dos eventos relacionados exclusivamente com o exercício atual.
Economias de custos não realizadas – estoques	Resultado da estocagem das mercadorias mantidas: custo corrente atual menos o histórico(ou corrente anterior). Sua contrapartida seria em estoques.
Ganhos de capital não realizados	Resultado da estocagem dos ativos permanente não baixados: custo corrente atual menos o histórico(ou corrente anterior). Sua contrapartida seria o permanente.
Lucro líquido final	Soma algébrica dos itens anteriores.

Fonte: Edwards & Bell (1961, p.111-115)

Visando facilitar a compreensão dos conceitos apresentados, desenvolvemos um exemplo simplificado de aplicação do custo corrente. Suponha que a Cia. X tenha sido constituída com o seguinte patrimônio:

Quadro 12: BP - Balanço Patrimonial Inicial

BP – CH e CC – Cia X – Inicial (em \$)

Itens	Valores	Itens	Valores
Caixa	2.000	Capital	4.000
Terrenos (permanente)	2.000		
Total do ativo	4.000	Total do passivo+PL	4.000

Fonte: Autor

Nesse mesmo dia, a empresa compra 10 unidades de estoques, a vista, no valor total de 2.000. No final do primeiro período, ela vende metade dos estoques, a vista, por 1.600. Os valores para adquirir os ativos manuseados, no fim do período correspondem a (estoques - 240 por unidade e terrenos - 1.860). Não há inflação durante esse período.

Pode-se observar que a empresa se beneficiou de uma valorização patrimonial nos estoques, decorrente da decisão de mantê-los até o final. Seu valor seria o seguinte:

Itens	Valores
Custo corrente unitário do período	240
Custo original	(200)
Valorização por unidade	40
Quantidade	X 10
Valorização patrimonial em estoques	400

Já a decisão de manter o terreno acarretou uma desvalorização patrimonial no valor de 140 (início: 2.000; final: 1.860).

Além disso, a venda da mercadoria gerou a realização de um lucro, mensurado pelo custo histórico, de 600 (venda: 1.600; custo: 50% de 2.000). Percebemos, no entanto, que esse resultado poderia ser atribuído parte à decisão de estocar desde o início do período (200 – metade da valorização apurada anteriormente) e parte à decisão de venda, considerando que o custo da mercadoria vendida seria aquele que a empresa incorreria, na data da venda, caso o estoque não existisse. Ou seja:

Itens	Valores
Preço de venda por unidade (1600/5)	320
Custo unitário para adquirir o estoque vendido na data da venda	(240)
Lucro bruto unitário corrente	80
Quantidade vendida	X 5
Lucro bruto corrente total	400

Quadro 13: BP - Balanço Patrimonial pelo Custo Corrente e pelo Custo Histórico

BP – Cia. X – Final do período 1				
Itens Patrimoniais	Custo Corrente		Custo Histórico	
	Cálculos	Valores	Cálculos	Valores
Caixa		1.600		1.600
Estoques	240 x 5	1.200	200 x 5	1.000
Terrenos (1)		1.860		2.000
Total do ativo		4.660		4.600
Capital		4.000		4.000
Lucros acumulados		600		600
Economias de custos não realizadas – estoques (2)		200		
Ganhos de capital não realizados – terrenos		(140)		
Total do passivo		4.660		4.600

Fonte: Autor

(1) É possível argumentar que um ativo, mesmo no custo histórico, não poderia figurar por um valor maior que o custo corrente. Visando simplificar o exemplo, consideramos válido mantê-lo por seu valor original e não avançar nesse questionamento.

(2) As deseconomias serão apresentadas entre parênteses, bem como as perdas de capital com o terreno.

Quadro 14: DRE – Demonstração de Resultados pelo Custo Corrente e pelo Custo Histórico

DRE – Cia X – Período 1				
Itens do Resultado	Custo Corrente		Custo Histórico	
	Cálculos	Valores	Cálculos	Valores
Vendas		1.600		1.600
Custo das vendas	240 x 5	(1.200)	200 x 5	(1.000)
Lucro bruto		400		600
Despesas operacionais				
Lucro operacional		400		600
Economias de custos – estoques	1.200 - 1.000	200		
Ganhos de capital realizados – terrenos				
Lucro realizado no período		600		600
Realização de economias de custos auferidos em períodos anteriores – estoques				
Realização de ganhos de capital auferidos em períodos anteriores – terrenos				
Lucro realizado do período		600		600
Economias de custos não realizadas – estoques	(240 - 200) x 5	200		
Ganhos de capital não realizados – terrenos	(1.860 - 2.000)	(140)		
Lucro líquido final		660		600

Fonte: Autor

Ao vender as mercadorias por 1.600, tem-se o lucro bruto corrente de 400, já que a entidade precisa de 1.200 para efetuar a sua reposição nesse momento.

Por outro lado, como essa mercadoria vendida custou 1.000, houve um “lucro de estocagem”, tecnicamente chamado de Economia de Custo

Realizada, de 200. Trata-se, na verdade, de um lucro, verdadeiro e genuíno quando olhamos o dinheiro obtido e o dinheiro investido na mercadoria vendida, mas que não pode ser distribuído sob pena de a empresa não conseguir repor seu estoque. Portanto, é adequado considerar em linha á parte.

Consegue-se, assim, conciliar dois conceitos relevantes: o de lucro contábil e o de lucro passível de distribuição. Nesse modelo, mantém-se a idéia de que o lucro passível de distribuição é apenas de 400, mas que há outros 200, também lucro, mas não distribuível na continuidade do negócio, que passa a receber esse nome de Economia de custo realizada (economia de custo, porque o custo efetivo foi de 1.000 quando, comprado hoje, implicaria um custo de 1.200, mostrando essa “economia” de 200; e realizada, porque diz respeito a uma transação de venda já ocorrida).

A soma dos dois valores fornece o lucro realizado de 600, exatamente igual ao obtido pelo custo histórico, mas divididos em parcela necessária a ser reinvestida e parcela disponível.

Nas mercadorias não vendidas, existe um “potencial” de lucro de outros 200, chamados então de Economias de Custo não Realizadas, porque não houve ainda a venda. Nesse modelo, esse ganho também transita pela demonstração do resultado, em agrupamento á parte, de forma a demonstrar o total do resultado do período (parcela realizada e parcela ainda não realizada) como sendo o total do aumento do patrimônio líquido.

Todavia, esse valor não realizado fica, dentro do patrimônio líquido, em conta separada até sua completa realização.

Com os terrenos acontece também uma mutação: perda de valor de 140, ainda não realizada, que afeta o resultado e é evidenciada numa conta separada no patrimônio líquido.

Quadro 15: DMPL-CC - Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido pelo Custo Corrente

DMPL – CC – Cia X – Período 1					
Eventos	Capital	Lucros acumulados	ECNR (1) estoques	GCNR (2) terrenos	Totais
SI	4.000				4.000
Resultado do período		660			660
Destaques das parcelas não realizadas do resultado		(60)	200	(140)	
SF	4.000	600	200	(140)	4.660

Fonte: Autor

(1) Economias de custos não realizadas.

(2) Ganhos de capital não realizados.

- Desconsiderado a DMPL pelo custo histórico.

De acordo com Martins (2001) existem outras possibilidades de solucionar o exemplo proposto. Consideramos a desenvolvida – versão original da obra citada de Edwards & Bell (1961) a mais adequada, tendo em vista o seguinte:

- apresenta os ativos no balanço patrimonial por seus custos correntes;
- apresenta o resultado bruto corrente na data da venda, segregando-o dos resultados da decisão de manter recursos estocados;
- apresenta o resultado realizado no período, após apurar as economias de custos e ganhos de capital realizados no exercício, igualando-se ao resultado pelo custo histórico;

- apresenta o resultado realizado do período, após a exclusão das economias de custos e ganhos de capital auferidos em exercícios anteriores e realizados no atual;
- apura o lucro final, após computar as economias de custos e ganhos de capital auferidos no período, porém não realizados;e
- segrega, no patrimônio líquido, a parcela ainda não realizada contida no lucro.

2.2.3 - O custo corrente corrigido (CCC)

O custo corrente corrigido está para o custo corrente como o custo histórico corrigido está para o custo histórico. Assim, o objetivo principal consiste em proporcionar integridade ao denominador comum monetário, em termos de essência econômica, usado para avaliação de itens patrimoniais e eventos que afetam a empresa. Conforme Ludícibus (1981, p.226):

Verifica-se que o demonstrativo corrente corrigido nada mais é que o demonstrativo corrente, multiplicando-se os saldos pelos coeficientes das datas de suas formações e adicionando o resultado das perdas ou ganhos pela manutenção de disponibilidades ociosas(ou itens monetários ociosos), elemento que não aparece no demonstrativo de resultados histórico(nem no corrente), mas no histórico corrigido e no corrente corrigido.

Considerando o desenvolvimento do primeiro período do exemplo explorado no tópico sobre o custo corrente (Cia. X), supondo que durante o período tenha havido uma inflação de 10%. As demonstrações contábeis resultantes seriam as seguintes:

Quadro 16: BP - Balanço Patrimonial pelo Custo Corrente, Custo Corrente Corrigido e pelo Custo Histórico Corrigido

BP – Cia X – final do período 1					
Itens Patrimoniais	Custo Corrente	Custo Corrente Corrigido		Custo Histórico Corrigido	
		Cálculos	Valores	Cálculos	Valores
Caixa	1.600		1.600		1.600
Estoques	1.200	240 x 5	1.200	200 x 1,1x5	1.100
Terrenos	1.860		1.860	2.000 x 1,1	2.200
Total do ativo	4.660		4.660		4.900
Capital	4.000	4.000 x 1,1	4.400	4.000x1,1	4.400
Lucros acumulados	600		500		500
Economias de custos não realizadas-estoques	200	(240-(200x1,1))x5	100		
Ganhos de capital não realizados-terrenos	(140)	1.860-(2.000x1,1)	(340)		
Total	4.660		4.660		4.900

Fonte: Autor

Aplicados todos os conceitos e raciocínios do custo histórico corrigido às idéias do custo corrente sem inflação, quais sejam: estoques adquiridos por 1.000 e com custo corrente de 1.200 no balanço tinham gerado economia de custo não realizada de 200. Agora, com os valores corrigidos, a contraposição é do custo corrente de 1.200 com o custo histórico corrigido de 1.100.

Assim, as economias de custo e os ganhos de capital, realizados ou não, são apurados conforme seus ganhos ou perdas reais, e não nominais. Valem aqui, todos os conceitos do custo histórico corrigido tais como: ganhos e perdas nos itens monetários, receitas e despesas financeiras reais, receitas e despesas financeiras comerciais, etc.

Quadro 17: DRE - Demonstração de Resultados pelo Custo Corrente Corrigido e pelo Custo Histórico Corrigido

DRE – Cia X – período 1					
Itens do Resultado	Custo Corrente	Custo Corrente Corrigido		Custo Histórico Corrigido	
		Cálculos	Valores	Cálculos	Valores
Vendas	1.600		1.600		1.600
Custo das vendas	(1.200)	240 x 5	(1.200)	200 x 1,1 x 5	(1.100)
Lucro bruto	400		400		500
Lucro operacional	400		400		500
Economias de custos realizadas - estoques	200	5 x ((240 - (200 x 1,1)))	100		
Lucro realizado do período	600		500		500
Economias de custos não realizadas - estoques	200	5 x ((240 - (200 x 1,1)))	100		
Ganhos de capital não realizados - terrenos	(140)	1.860 - (2.000 x 1,1)	(340)		
Lucro líquido final	660		260		500

Fonte: Autor

Quadro 18: DMPL – CCC - Demonstração da Mutação do Patrimônio Líquido pelo Custo Corrente Corrigido

DMPL – CCC – Cia X – Período 1					
Eventos	Capital	Lucros acumulados	ECNR estoques	GCNR terrenos	Total
SI(nominal x 1,1)	4.400				4.400
Resultado do período		260			260
Destaques das parcelas não realizadas do resultado		240	100	(340)	
Saldo final	4.400	500	100	(340)	4.660

Fonte: Autor

As principais diferenças verificadas entre o custo corrente corrigido e o custo histórico corrigido residem no reconhecimento dos efeitos das varia es dos preços específicos dos estoques e terreno mantidos pela empresa, considerando que a infla o gera conseq ncias similares em ambos.

Comparando-se ao custo corrente, o custo corrente corrigido se propõe a prestar informa es mais comparáveis, devido ao uso de uma moeda de poder aquisitivo constante, ou seja sem os efeitos da varia o de preços em decorrência da infla o. Assim, as modifica es de preços de mercado no critério de custo corrente corrigido são estratificadas para proporcionar a possibilidade de analisá-las líquidas dos efeitos da infla o. Portanto, essas demonstra es proporcionam maior utilidade aos relatórios contábeis, qualificando as informa es, merecendo os mesmos comentários atribuídos ao custo histórico corrigido, quando em rela o ao custo histórico.

Em rela o ao custo histórico corrigido o custo corrente corrigido aumenta a utilidade da informa o devido a identifica o de varia es específicas de preços dos itens patrimoniais manuseados pela empresa, adicionalmente ao reconhecimento das varia es dos preços da economia.

A principal desvantagem que pode ser observada é a perda da praticabilidade e da objetividade em decorrência do aumento da complexidade na aplicação dessa técnica.

O vínculo do lucro com o caixa

Em relação ao vínculo entre caixa e lucro, conforme já comentado no capítulo sobre o custo histórico, temos que esse vínculo ao longo prazo é completo, sendo que no caso do custo histórico ele representa o caixa das receitas obtidas diminuídas das despesas vinculadas a essas receitas; entre o caixa das receitas e os investimentos efetuados para se obter essas mesmas receitas, assim representam o fluxo de caixa das operações passadas. Podem faltar receitas a serem recebidas e despesas a serem pagas, mas são todas fruto de transações passadas. Quando forem recebidas e pagas serão incrementos de caixa a valor histórico. Quando comparamos transações com o custo corrente (reposição), estamos confrontando, na linha do lucro corrente, caixa obtido ou a ser obtido de receitas de hoje com fluxos de caixa a serem incorridos para repor ativos sendo consumidos. Assim, conforme Martins (2000, p.89) pode-se entender que:

Quando houver o consumo do último ativo e chegar a descontinuidade da empresa, os lucros totais pelo custo histórico e corrente serão exatamente os mesmos, bem como baterão, ambos com o caixa provido pelas operações.

Para compreensão desse entendimento o conceito de ativo, de acordo com FASB – Financial Accounting Standards Board e IASC – International Accounting Standards Committee, apud GAAP (2000), consiste no seguinte:

Ativos são prováveis benefícios econômicos obtidos ou controlados por uma entidade em particular como resultado de transações ou eventos passados “FASB e;

Ativo é um recurso controlado pela empresa como resultado de eventos passados e do qual se espera fluam benefícios econômicos IASC.

Portanto, as economias de custo e os ganhos de capital um dia se realizam financeiramente. Considerando os efeitos da inflação, tanto no custo histórico, como no custo corrente, o que estamos fazendo é comparar os fluxos de caixa nominais por valores comparáveis numa mesma capacidade aquisitiva.

2.2.4 - A preocupação com a manutenção do valor do capital investido

O estudo sobre a manutenção do capital de uma empresa pode ser feito de acordo com diversas abordagens, dentre as quais destacam-se a manutenção do capital monetário ou financeiro e a do capital físico ou operacional.

De acordo com Szuster (1985), faz-se necessário distinguir os conceitos de capital monetário em duas partes: o capital financeiro sem reconhecer os efeitos da inflação, qual seja a custos históricos e o conceito de capital investido ajustado por um índice que possa medir a variação média dos preços ocorrida no sistema econômico. A manutenção do capital ocorrerá quando o valor total do investimento na empresa, expresso em unidades monetárias, no final do período, é igual ou superior ao registrado no início do período. Nessa abordagem de manutenção de capital, o investidor não tem a preocupação com a forma de aplicação de seus recursos dentro da empresa, ele deseja somente preservar e aumentar o valor monetário de seus investimentos.

Alguns estudiosos, dentre os quais destacam-se Edwards & Bell (1961) e Szuster (1985), empenharam-se em construir modelos que:

- a) demonstrem o montante da distribuição de dividendos que garanta a integridade dos investimentos efetuados pelos sócios na empresa, bem como sua capacidade operacional;
- b) tornem transparentes as políticas de autofinanciamento adotadas pela administração;

- c) contribuam para a gestão integral da empresa, à medida que provocam a reflexão sobre as reais necessidades de recursos para garantir o cumprimento da missão e a continuidade dos negócios.

Na abordagem do conceito de manutenção do capital financeiro é importante a determinação do critério de avaliação dos ativos, incluindo a consideração dos efeitos da inflação. De acordo com exemplo proposto por Fava, supõe-se a seguinte situação, demonstrada nos quadros 19, 20 e 21 seguintes:

- o estoque de 100 unidades de uma empresa foi constituído há três meses;
- a inflação do trimestre, medida pelo índice geral de preços, foi de 20%;
- o custo corrente do produto é de \$ 150.

Quadro 19: Balanço Patrimonial antes da Venda

Custo histórico		Custo histórico corrigido		Custo corrente	
Item	Valor	Item	Valor	Item	Valor
Estoque	14.000	Estoque	16.800	Estoque	15.000
Capital	14.000	Capital	16.800	Capital	16.800
				Perda capital	
				não realizada	(1.800)
					15.000

Quadro 20: Demonstração do Resultado após a Venda Total do Estoque
(o preço de venda foi fixado de acordo com o critério de custo adotado, sendo 10% acima do custo).

Custo histórico Corrigido			Custo Corrente		
Item	Cálculos	Valor	Item	Cálculos	Valor
Vendas	16.800 x 1,10	18.480	Vendas	15.000x 1,1	16.500
Custo	14.000 x 1,20	(16.800)	Custo	100 x 150	(15.000)
Lucro bruto		1.680	Lucro bruto		1.500
Despesas		(1.000)	Despesas		(1.000)
Lucro		680	Lucro		500
			Desp.custo realizada		(1.800)
			Lucro final		(1.300)

Quadro 21: Os Balanços Patrimoniais após a Venda

Custo histórico corrigido			Custo corrente		
Item		Valor	Item		Valor
Caixa		18.480	Caixa		16.500
Contas a pagar		1.000	Contas a pagar		1.000
Capital		16.800	Capital		16.800
Lucro		680	Lucro realizado		500
			Perda capital não realizada		(1.800)
		18.480			16.500

Analisando-se o patrimônio líquido antes da venda, observam-se os seguintes valores:

- pela avaliação do estoque com base no custo histórico corrigido	16.800
- pela avaliação do estoque com base no custo corrente	15.000
- diferença	(1.800)
- diferença em %	(10,7%)

A diferença observada indica que, caso a empresa, neste momento, vendesse seu estoque pelo custo corrente, o investidor teria uma redução real de 10,7% no seu patrimônio, uma vez que a valorização dos estoques foi

inferior à variação do índice geral de preços, gerando uma deseconomia de custo de 1.800 (15.000 - 14.000 x 1,20).

Caso o preço de venda fosse fixado com base no custo de reposição, as demonstrações de resultados seriam as seguintes, avaliando-se os estoques pelo custo histórico corrigido e pelo custo corrente.

Quadro 22: Demonstração de Resultados, avaliando-se os Estoques pelo Custo corrigido e pelo Custo Corrente

	Custo histórico corrigido	Custo corrente
Vendas	16.500	16.500
Custo	(16.800)	(15.000)
Lucro bruto	(300)	1.500
Despesas operacionais	(1.000)	(1.000)
Lucro antes dos impostos	(1.300)	500
Deseconomia de custos realizada		(1.800)
Lucro final		(1.300)

Fonte: Autor

Nesse caso, tomando-se os patrimônios líquidos avaliados pelo custo corrente, antes e após a venda, temos o seguinte:

Quadro 23: Patrimônios Líquidos avaliados pelo Custo Corrente, antes e após a Venda

Patrimônio líquido antes da venda		
Capital		16.800
Patrimônio líquido após a venda		
Capital	16.800	
Resultado	(1.300)	15.500
Variação		(1.300)
Variação em % (1.300/16.800)		(7,7%)

Fonte: Autor

Algumas considerações que podem ser obtidas através desse exemplo são as seguintes:

- a decisão de fixação de preços com base nos custos de reposição não permitiria a manutenção do capital monetário, uma vez que o patrimônio líquido teria uma redução de 7,7%, se comparado com o patrimônio ajustado pela desvalorização monetária, antes da realização da venda;
- esta situação resulta do fato de, no período de três meses, para uma desvalorização geral da moeda de 20 %, os estoques terem valorizados apenas 7,1%;
- assim, em economias inflacionárias, a adoção do custo corrente não consiste em máxima indiscutível para valorização dos insumos e fixação de preços;
- quando, num período, a variação do custo de reposição for menor que a variação da inflação, deve ser adotado o custo histórico corrigido, de forma a possibilitar que haja a manutenção do capital monetário, permitindo a preservação do patrimônio no mesmo nível existente antes da realização da venda;
- para manutenção do capital monetário deve ser seguida sempre a regra: custo histórico corrigido ou custo corrente, dos dois o maior.

Em relação à manutenção do capital da empresa, Fava (1989, p.109) apresenta uma outra condição que deve ser destacada:

Outra situação em que a aplicação do custo corrente (reposição) é desnecessária, decorrente de características operacionais da empresa como um todo ou de parte de seus insumos, refere-se ao fluxo de pagamentos e recebimentos. Quando:

O prazo de pagamento de insumos é maior que o prazo de permanência em estoque mais o prazo de recebimento de clientes a adoção do custo de reposição (corrente) como base de cálculo do preço de venda é absolutamente desnecessária. Mesmo que a margem de lucro seja calculada com base no custo corrigido e tenha havido um crescimento, não há, para a empresa, nenhuma perda de capital físico ou monetário, dado que esta tem a possibilidade de dar continuidade ao ciclo operacional (aquisição, estocagem, produção, venda, recebimento e pagamento), sem nenhum problema de ordem econômica ou financeira.

O conceito de capital físico admite que o patrimônio da empresa é quantificado em termos de uma capacidade de operação, medida através do conjunto de bens necessários a esta, mensurados na data da avaliação. Só haverá lucro quando o patrimônio for superior ao valor dos ativos necessários para assegurar um mesmo nível de atividade. A manutenção do capital físico da empresa, ocorrerá quando a capacidade de produção da empresa, ao final do período, for igual ou superior à capacidade do início do período.

Além dessas considerações, no estudo sobre a determinação do lucro passível de distribuição da obra de Edwards & Bell (1961), destacamos os seguintes aspectos:

O resultado apurado de acordo com o custo corrente corrigido não representa o lucro passível de distribuição, pois, apesar de considerar os efeitos da inflação ele inclui as economias de custos realizadas no custo das vendas, fato que pode não atender o conceito de manutenção do capital físico.

Conforme Edwards & Bell (1961), o procedimento mais adequado seria tomar a linha da demonstração de resultados correspondente ao resultado corrente operacional, que antecede a apuração dos ganhos com economias de custos realizadas e inclui a manutenção dos efeitos inflacionários.

A diferença de tratamento entre custo e valor também é analisada por Edwards & Bell (1961). A aplicação de índices gerais para ajustar o custo de aquisição dos itens patrimoniais, na visão dos autores, distorce a informação.

Isso porque tal procedimento não permite o reconhecimento das variações específicas de preços. Assim, dentro dos objetivos do estudo por eles apresentado, os relatórios contábeis estariam direcionando decisões de forma imprecisa.

Para esses autores, as duas correções (específica e geral) são necessárias para que um sistema contábil seja tido como completo. Argumentam que a consequência da desconsideração das mudanças específicas de preços é um incorreto lucro operacional, ainda que ajustado pela inflação. Isso é mais significativo na medida em que as empresas se baseiam nele para tomar suas decisões sobre distribuição de dividendos.

Fica claro que, para as finalidades gerenciais consideradas no modelo, a mensuração dos itens patrimoniais deve ser privilegiar seus valores de mercado (custo corrente), em vez da adoção exclusiva de índices que medem a variação do poder aquisitivo da moeda (inflação/deflação) para toda a economia.

Embora mais consistente com o objetivo de manter simultaneamente o capital monetário e físico (o maior dos dois), o custo corrente corrigido, não é suficiente para determinar o lucro passível de distribuição. Em várias situações (passivo exigível mantido pela variação específica dos preços dos ativos, queda no nível de atividade do setor, etc), torna-se necessária à elaboração de cálculos suplementares para apuração do lucro mais adequado. A sistematização desses cálculos foi apresentada por Szuster (1985), ampliando a efetividade do custo corrente corrigido para auxiliar na tomada de decisões sobre a distribuição dos dividendos.

Segundo Szuster (1986, p.239):

A contabilidade precisa se aperfeiçoar para fornecer informações que permitam a tomada de decisões acerca do destino do lucro de forma mais fundamentada. Os métodos tradicionais do custo corrente corrigido, apesar da sua grande relevância, não são suficientes para o

cômputo direto do lucro distribuível relacionado à manutenção da capacidade física da empresa, havendo a necessidade de serem considerados novos fatores, como os apresentados neste trabalho. Verifica-se que o lucro operacional corrente não corresponde sempre ao lucro máximo distribuível.

Os novos aspectos oferecidos pelo referido autor foram os seguintes:

- Valor Passível de Distribuição (VPD);
- Ajustes de Conciliação entre o VPD e o resultado operacional corrente corrigido; e
- Lucro Distribuível Máximo.

Szuster (1986, p.232) define o VPD como:

Um parâmetro que determina o valor máximo distribuível para que se mantenha o capital em termos físicos. A sua obtenção deriva do confronto entre dois patrimônios líquidos avaliados a uma moeda de mesmo poder aquisitivo. Em relação ao valor do início do período é utilizada a equivalência entre o patrimônio líquido e o ativo líquido.

Portanto, o cálculo do VPD confronta o patrimônio líquido final, apurado pelo custo corrente corrigido, com a capacidade física financiada por recursos próprios, traduzida aos valores correntes corrigidos da data do balanço de encerramento.

Podemos obter a capacidade física financiada com recursos próprios por meio da identificação da capacidade do início do período, traduzida aos valores correntes corrigidos da data do balanço de encerramento, deduzida do passivo exigível que a financia. Apurado um VPD positivo e sendo a distribuição de dividendos limitada a seu montante, garantimos a manutenção do capital físico da empresa.

Considerar, contudo, que a maior contribuição oferecida por Szuster (1985) representa o conjunto de ajustes de conciliação que se propõe a explicar a diferença entre o VPD e o resultado operacional corrente corrigido. Sua análise depende de vários fatores. Os principais são:

- se a quantidade de unidades transacionadas no período é igual, maior ou menor que o número de unidades existentes no balanço inicial e integrante da capacidade a ser mantida; e
- se a quantidade de unidades integrantes da capacidade a ser mantida é igual, maior ou menor que o número de unidades existentes no balanço inicial.

Dependendo da combinação desses aspectos, devemos aplicar uma fórmula específica que apura os montantes das justificativas para as diferenças entre VPD e o resultado operacional corrente corrigido.

Já o Lucro Distribuível Máximo (LDM) consiste no VPD ajustado por montantes que devem ser retidos na empresa, embora gerem excedentes em relação ao capital físico a ser mantido. As situações que causam essas retenções são:

- quando o custo corrente do item integrante da capacidade a ser mantida sofre uma variação inferior ao índice geral dos preços (garantia do capital monetário); e
- quando o VPD incluir montantes relacionados com ganhos não realizados com a manutenção de itens patrimoniais.

Existem várias outras circunstâncias nas quais podemos reter parcelas do VPD. Elas deveriam ser justificadas aos sócios, pois essa retenção acarreta um excesso de capacidade e representa uma fonte adicional de financiamento. Citamos a seguir algumas dessas situações:

- quando não há segurança ou possibilidade de reposição do ativo não monetário integrante da capacidade física;
- quando não há certeza da manutenção do nível do passivo determinado, segundo o enfoque considerado no cálculo do VPD;
- quando a empresa vende ou tem alta probabilidade de vender bens integrantes do ativo imobilizado dentro de sua vida útil por um preço inferior a seu custo corrente;e
- quando há expectativas de perdas futuras por fatos geradores ainda não ocorridos, havendo a possibilidade da criação de reservas para contingências.

O tema abordado refere-se a determinação do lucro passível de distribuição, buscando não prejudicar a essência econômica do empreendimento, seja na manutenção do capital físico(os ativos existentes e responsáveis pela geração dos resultados futuros), como o capital financeiro que pressupõe a avaliação frente aos efeitos inflacionários. O modelo estudado não esgota o assunto e deve ser analisado sempre em decorrência da situação prática apresentada, considerando possíveis adaptações visando obter a melhor relação benefício x custo.

Assim o modelo do custo corrente também vincula lucro ao caixa, mas considera o caixa a sair para repor a mercadoria ou o imobilizado sendo baixados, e não o caixa saído, como no custo histórico. Depois incorpora a diferença novamente, de forma que, no longo prazo, ambos chegam ao mesmo valor: lucro acaba sendo o incremento de caixa ao investimento do sócio. No caso brasileiro os valores se igualam não na demonstração do resultado do exercício e sim nos lucros acumulados, tendo em vista que a reserva de reavaliação realizada é transferida diretamente para lucros acumulados, sem transitar pelo resultado do período. Assim, com o decorrer do tempo tudo se iguala com o fluxo de caixa físico.

O custo corrente fere o princípio do custo histórico, mas olha o resultado mais para frente, procurando manter o vínculo entre lucro e caixa, mas o caixa por acontecer após assegurada a manutenção dos fatores de produção sendo consumidos, tudo voltando á mesma base com o tempo. Uma diferença de perspectiva temporal, mas não de objeto: o patrimônio da empresa e, no fundo, o seu caixa. É interessante notar que o custo corrente continua parcialmente preso ás transações ocorridas, já que considera fluxo futuro de caixa para a reposição dos ativos baixados (estes são fruto de transações ocorridas) e despesas incorridas (também transações acontecidas). Logo, continua não considerando todos os eventos futuros, expectativas, decisões que provocarão transações futuras. Menos objetivo que o custo histórico, mas muito mais útil em certas situações será o uso do custo corrente. Muitas empresas já praticam gerencialmente, muitas vezes como forma de sobrevivência do seu negócio, dado que são feitas as comparações com inflação geral e inflação interna/setorial do tipo de indústria em que a empresa se enseja.

2.3 - O conceito e a utilização de valores de saída para avaliação do patrimônio

A apuração do valor de uma empresa é determinada pela quantificação monetária dos ativos e passivos, sendo o resultado dimensionado em determinados períodos pela variação nesses itens patrimoniais. De acordo com esse entendimento os conceitos de avaliação devem ser baseados nos valores de trocas ou conversões. Existem dois tipos de valores de trocas, quais sejam: valores de entrada e valores de saída. Demonstramos através da seguinte ilustração a relação da empresa como captadora de recursos de seus fornecedores e como fornecedora de produtos ao mercado em que está inserida.

Quadro 24 – Determinação de Valores de Entrada/Saída

AMBIENTE/ MERCADO				
	VALORES DE ENTRADA		VALORES DE SAÍDA	
Segmentos do mercado onde a empresa capta recursos		EMPRESA (agregando valor aos recursos)		Segmentos do mercado onde a empresa fornece recursos

Fonte: ARIMA, Carlos H.; YOSHITAKE, Mariano. Avaliação patrimonial a valores de entrada

Os valores de entrada são aqueles obtidos nos segmentos de mercado de compra da empresa e refletem a importância associada à obtenção dos recursos. Os valores de saída, obtidos nos segmentos de venda, refletem a importância dada pelo mercado aos recursos de que a empresa dispõe. As principais opções que compreendem os valores de entrada, são o custo histórico e o custo corrente e têm como principais características: (i) o lucro como diferença entre o caixa obtido num negócio menos o caixa desembolsado ou investido, (ii) praticabilidade e; (iii) objetividade. O estudo dos valores de saída para avaliação dos itens patrimoniais objetivam atribuir utilidade a informação, por meio da busca de adequada aproximação do valor econômico do objeto avaliado. Contudo, os valores de saída em comparação com os valores de entrada, geralmente são mais subjetivos e menos práticos.

Os valores de saídas representam quanto a empresa recebe, quando da troca ou conversão de ativos por dinheiro ou outras unidades monetárias, ou ainda, por outros ativos. Se o item ativo for vendido em um mercado organizado, o seu preço corrente nesse mercado poderá ser utilizado como estimativa para a mensuração do valor do ativo, no caso de a venda ocorrer no curto prazo. Caso a venda ocorra num prazo maior de tempo, o preço corrente de mercado deverá ser trazido a valor presente.

As demonstrações contábeis mensuradas a preços de saída contrariam a convenção do conservadorismo ao antecipar-se o lucro pela utilização dos preços de saída.

As principais metodologias de avaliação de ativos com base em valores de saída são os valores realizáveis líquidos, os equivalentes correntes de caixa, os valores de liquidação e os valores descontados das entradas líquidas de caixa futuros.

Os valores realizáveis líquidos também são denominados de preços correntes de venda. Apesar de serem mais informativos e de grande aceitação nos níveis administrativos, são de difícil implementação prática, devido às dificuldades de mensuração e ao caráter arbitrário da alocação de valores. HENDRIKSEN & VAN BREDA (1992) conceituam o valor realizável líquido como sendo o preço corrente de saída menos o valor corrente de todos os custos e despesas incrementais esperados (excluindo os efeitos fiscais), relacionados à conclusão, à venda e a entrega da mercadoria. A dificuldade consiste justamente em prever o quanto ainda será desembolsado para que o ativo seja concluído, vendido e entregue.

Os equivalentes correntes de caixa foram propostos pelo professor australiano Raymond Chambers (1966) como sendo o único método aplicável a todos os ativos. Nele, os ativos seriam mensurados pelo seu valor, em dinheiro, obtido num processo de liquidação ordenada em um mercado organizado, podendo ser medidos pelos preços atuais de mercado de bens com características semelhantes. A empresa é vista como uma entidade cuja missão consiste em comprar e, principalmente, vender bens e serviços, ou seja, seus ativos, de tal forma que todos seus ativos são destinados à venda. Por isso, da adoção de valores de mercado de saída. Assim, a empresa não é obrigada a aderir a uma decisão passada. Por exemplo, a empresa só manterá um ativo fixo se o valor presente do fluxo de caixa líquido futuro do uso do ativo for maior do que o valor presente do fluxo de caixa líquido esperado de um investimento alternativo do dinheiro originado da venda daquele ativo. Para Martins (2000) a análise que está presente em todos os investidores diz respeito à busca da resposta para a seguinte questão: ganho mais vendendo meus ativos e pagando minhas dívidas ou continuando o meu negócio?

Na metodologia dos valores de liquidação presume-se que a empresa esteja adentrando um processo de descontinuidade, ou seja, ela irá suspender, dentro de um prazo predeterminado de tempo, as suas atividades operacionais. Os ativos seriam vendidos por preços bem inferiores aos correntes de mercado, podendo ocorrer situações em que o preço esteja abaixo do próprio custo de aquisição. Nesta situação, os ativos são reavaliados para valores inferiores, com o reconhecimento de perdas. Outra situação em que os ativos tornam-se obsoletos, ou seja, os estoques e imobilizado, perdem sua utilidade normal. Assim, para evitar uma baixa total do valor como perda, a empresa poderá se desfazer dos mesmos por um valor bem inferior ao de mercado, e mesmo ao de custo, como forma de minimizar os efeitos do obsolescimento ocorrido.

A metodologia dos valores descontados das entradas líquidas de caixa também é conhecida como fluxo de caixa descontado. A avaliação dos ativos se dá pela soma dos fluxos de caixa dos benefícios que se obterão pela utilização dos ativos, descontados a uma taxa predeterminada. Sua principal utilização decorre da avaliação de ativos monetários. De acordo com Tinoco (1992) para os ativos não monetários existem alguns obstáculos para a utilização do método, devido às dificuldades para determinar as seguintes variáveis:

- a importância (caso recebida em uma única vez) ou as importâncias (caso recebidas em períodos distintos) que serão recebidas;
- fator de desconto (taxa);
- período ou períodos compreendidos.

Outro aspecto deste método é que ele é utilizado para avaliação da empresa como um todo. A mensuração de ativos da empresa de forma isolada torna-se um tanto quanto complexa, pois nem sempre é possível identificar quais os benefícios futuros que determinado ativo gera para a empresa. Normalmente ocorrem benefícios compartilhados. Dessa forma, nem sempre a

soma dos fluxos de caixa individuais de cada ativo da empresa coincidirá com o fluxo de caixa da empresa como um todo.

Dentro do estudo sobre avaliação a valores de saída, destacam-se alguns conceitos que visam gerar informações mais relevantes para o usuário, mesmo não sendo perfeitamente objetiva e verificável. Atualmente existem algumas situações em que vem sendo admitido pelos órgãos reguladores (CVM, BACEN) a adoção dessas técnicas para proporcionar informações contábeis de melhor utilidade. Nesse contexto, incluem-se a valorização de instrumentos financeiros pelo valor justo (fair value market). Além disso, o reconhecimento de créditos tributários sobre prejuízos fiscais também pode ser entendido como reconhecimento de direitos sem haver custo como base de valor (goodwill criado).

A reavaliação de ativos embora utilize a premissa de valores de entrada também pode ser incluída na relação de exceções permitidas em relação à adoção do custo histórico como base de valor.

Diante desses aspectos, e considerando que os valores contábeis a serem comparados com àqueles obtidos pela aplicação do método do fluxo de caixa descontado incluem reavaliações de ativos, créditos tributários e instrumentos financeiros, a seguir apresentamos algumas considerações sobre esses temas.

2.3.1 - Conceitos relacionados ao “fair value market”

Como uma definição para o termo “fair value” poder-se-ia afirmar que se trata de um “valor justo” para determinada transação. Entretanto, a noção do que é justo envolve juízo de valores, de tal forma que, o que é justo para determinadas pessoas pode não ser para outras. Outro aspecto diz respeito à noção de valor. Costuma-se afirmar que: “o custo de determinado ativo corresponde ao valor de aquisição no momento em que ela ocorre, a partir desse momento o custo não reflete mais o valor do ativo, cabendo a seguinte

questão: Qual a medida mais eficaz para mensurar o valor justo de determinado ativo?”.

Segundo o IASC, em seu Exposure Draft E65 – Agriculture fair value ” *is the amount for which an asset could be exchanged or a liability settled between knowledgeable, willing parties in an arm’s length transactions.*” Assim, podemos entender que o “fair value” de determinado ativo será o ponto de encontro de interesses do comprador e do vendedor em determinada transação, ou seja, o ponto de encontro da oferta com a procura.

Já o FASB, em seu SFAS nº 107, ao aplicar a definição a instrumentos financeiros, esclarece que “ *the fair value of a financial instrument is the amount at which the instrument could be exchanged in a current transaction between willing parties, other than in a forced or liquidation sale*”. Dessa forma, o FASB considera que uma transação só poderá ser mensurada pelo seu “fair value” quando ela não tratar de uma liquidação ou venda forçada, uma vez que nessas hipóteses não há a ocorrência de mercado livre e ativo, o que constitui um pré-requisito para que se possa mensurar as transações específicas pelo seu “fair value”.

Ainda, segundo o IASC, no documento anteriormente citado, “*The purpose of a fair valuation is to determine the most relevant and reliable measure of (in the case of assets) the expected future economic benefits*”. Dessa forma, o IASC vem ao encontro da definição para ativos de Sprouse & Moonitz (1962), anteriormente apresentadas. Ainda segundo esse documento, “ *a price determined in an active market will generally be the most relevant and reliable measure of expected future economic benefits*”.

Assumindo-se o valor de mercado como medida mais justa e confiável para a mensuração do “fair value” de determinado ativo, resta determinar qual o valor de mercado, se os de entrada ou os de saída.

Entende-se que se trata dos de mercado de entrada, uma vez que as empresas visam continuidade normal de seus negócios ao longo do tempo. Em

vista disto, IUDÍCIBUS (1997), destaca que as entidades são consideradas como empreendimentos em andamento (going concern), até circunstância esclarecedora em contrário, e seus ativos devem ser avaliados de acordo com a potencialidade que têm de gerar benefícios futuros para a empresa, na continuidade de suas operações, e não pelo valor que poderíamos obter se fossem vendidos como estão. A partir do momento em que fossem considerados como medida de precificação de ativos os valores de mercado de saída, estaríamos considerando a descontinuidade dos negócios normais da empresa, aplicando-se a metodologia dos equivalentes correntes de caixa, proposta por Raymond Chambers, ou ainda a metodologia de valores de liquidação, o que fere a condição de “*arm’s length transaction*” necessária para o reconhecimento do “*fair value*”.

No caso de instrumentos financeiros, o SFAS 133, pronunciamento emitido pelo IASB em 1998 propõe a utilização do “*fair value*” como critério de avaliação de instrumentos financeiros, quer sejam derivativos ou mesmo mercadorias que porventura sejam objeto uma operação de “*hedge*”.

Adotando-se uma estrutura de contabilidade baseada em valores de mercado (*fair value*), modifica-se o princípio fundamental de contabilidade, no que tange a objetividade e a utilização do custo como base de valor, visando a obtenção de informações que, conforme LOPES (1999), mesmo não sendo perfeitamente objetiva e verificável, pode ser a mais relevante para o usuário.

Em linha com a regulamentação estabelecida pelo mercado norte americano, o Banco Central do Brasil editou a circular 3.082 de 30 de janeiro de 2002, onde especifica os critérios para registro e avaliação contábil de instrumentos financeiros derivativos com a utilização do conceito de “*fair value*”. No mesmo sentido, a CVM Comissão de Valores Mobiliários, através da Instrução CVM nº 371/01 estabelece as condições para reconhecimento contábil de obrigações na patrocinadora, decorrentes de planos de previdência complementar, onde as reservas matemáticas são comparadas com os ativos do plano avaliados a “*fair value*” para apuração do montante a ser provisionado.

2.3.2 - Considerações sobre “goodwill”

O assunto relativo a avaliação do goodwill têm sido abordado por diversos autores e possui várias concepções quanto a sua apuração. A convergência existente quanto ao seu conceito indica o seguinte: *“ativo que considera fundamentalmente o resultado econômico que se espera obter no futuro.(Martins, 1972)”*. Na busca de delimitar com maior clareza o seu conteúdo, julga-se importante analisar outros aspectos ligados a sua determinação, tais como:

- natureza dos ativos (normalmente intangíveis – que apresentam a característica de ausência de custo de aquisição ou reposição, ou pela difícil mensuração);
- classificação de acordo com os fatores que normalmente justificam sua existência, sendo:

(i) Comerciais – decorrem principalmente da qualidade do produto em relação ao preço, e em alguns casos, relacionamento da empresa com outras empresas no mercado (imagem que fornecedores, competidores e clientes criam). As atitudes e os hábitos do cliente ou consumidor como fruto do nome ou marca consolidados e tornados proeminentes ou decadentes, em função tanto de desgaste na comunidade quanto de destaque por meio de propaganda eficaz e/ou persistente, que estimulem ou dificulte os negócios, bem como a facilidade de comercialização em decorrência da localização estratégica da empresa;

(ii) Operacionais – surgem em função da administração superior ou inferior à concorrência, ou seu reflexo, supremacia ou fraqueza na administração dos competidores. A organização de trabalho e o padrão de seus recursos humanos, a descoberta e manutenção de talentos, a preservação de recursos e/ou processos secretos de produção, bem como a existência de sinergia na logística do sistema de manufatura, servem como diferenciais para a empresa.

Em essência refere-se a geração de valor pela qualidade do capital humano. Esse aspecto será tratado com maior detalhe posteriormente devido a sua relevância;

(iii) Financeiros – Derivam de uma reputação comercial e creditícia cultivada pela empresa no cumprimento de suas obrigações, avais, fianças ou eventuais penhoras, influenciando a atitude de investidores, fontes de financiamento e fontes de crédito (para capital em dinheiro, bens ou serviços). Um bom nome, ou mesmo a presença em um mercado conhecido e freqüente é determinante para que a empresa obtenha recursos financeiros ou créditos com fornecedores em melhores condições de preços e prazos;

(iv) Políticos – Decorrem da relação existente com órgãos governamentais, órgãos reguladores ou entidades de classe (câmaras de comércio, indústria, sindicatos, etc) que impacta nas condições de operar no mercado. A atitude ética e as ações de responsabilidade social da empresa em relação à comunidade em que ela se insere também produzem a agregação de valor para a empresa.

De acordo com o professor Baruch Lev (entrevista publicada na Revista HSM Management – nº 20, maio/junho 2000, p.35) os ativos intangíveis podem ser agrupados em quatro categorias, a saber:

- 1. os ativos associados à inovação de produto, como os que provém dos esforços de pesquisa e desenvolvimento (P&D) de uma empresa;*
- 2. os ativos associados à marca de uma empresa, que lhe permitem vender seus produtos ou serviços a um preço mais alto do que o de seus concorrentes;*
- 3. os ativos estruturais -nem inovações vistosas nem invenções novas, e sim maneiras melhores, mais inteligentes e diferentes de fazer negócios que podem diferenciar uma empresa de seus concorrentes;*

4. *os monopólios, numa interpretação abrangente do termo: empresas que têm uma franquia, ou que fizeram um investimento a fundo perdido que os concorrentes teriam de igualar, ou que têm a seu favor uma barreira à entrada de outros competidores no mercado.*

Assim, em conformidade com a definição de Canning, apud Martins (1972), entende-se que:

Cada elemento componente do ativo possui um certo valor também econômico. Mas nem todos os elementos, recursos, direitos e fatores que possuem valor econômico são facilmente identificáveis. Por isso o 'Goodwill' representa tão-somente o valor agrupado desses elementos que têm em comum a única característica: dificuldade de sua individualização.

Diante disso, caso inexistissem limitações da contabilidade associadas à identificação dos resultados econômicos de todos os elementos integrantes do patrimônio das empresas, não haveria o goodwill. Portanto, ele poderia ser considerado a ligação entre:

- a mensuração individual possível dos itens patrimoniais identificados; e
- a mensuração da empresa em sua totalidade.

Adotando uma opção de avaliação que não persiga o valor econômico dos itens patrimoniais individuais (custo histórico, histórico corrigido, custo corrente etc.) o goodwill torna-se um repositório dos complementos dos valores econômicos de outros itens patrimoniais. Isso pode prejudicar a qualidade da informação, ainda que o patrimônio líquido figure pelo valor da empresa inteira. Para evitar essa limitação, poderíamos adotar as opções que mais se aproximam do valor econômico do objeto avaliado (valores de saída), especialmente o valor presente do fluxo futuro de caixa (a ser tratado em capítulo específico). Além disso, deveríamos buscar a identificação de todos os itens patrimoniais capazes de gerar resultados econômicos no futuro, incluindo

aqueles que normalmente são desconsiderados pela contabilidade (pesquisa e desenvolvimento, recursos humanos, carteira de clientes, etc.).

Assim, o goodwill difere dos demais ativos identificáveis e separáveis, que podem ser transacionados individualmente, pois ele se refere a empresa com um todo, sem possibilidade de ser separado e vendido.

2.3.2.1 - O capital intelectual e os ativos de conhecimento

Considerando o estágio atual dos negócios a determinação de valor das empresas demonstrou uma mudança entre os itens de ativos de maior importância. Dentro desse contexto, surge o conceito de capital intelectual e dos ativos do conhecimento. De uma forma ampla, capital intelectual corresponde não somente a capacidade intelectual humana, mas também nomes de produtos e marcas registradas, conhecimento organizacional, satisfação do cliente, inovação de produto, disposição dos empregados, trabalho em equipe, marketing, aprendizado contínuo, inclusive ativos contabilizados a custo histórico, que se transformaram, ao longo do tempo, em bens de grande valor.

Atualmente, o marketing está se tornando mais uma batalha pela propriedade da informação do que pela propriedade de outros recursos. É possível copiar os equipamentos, produtos e procedimentos dos concorrentes, mas não se pode copiar suas informações nem seu capital intelectual. As informações que uma empresa possui podem ser sua principal vantagem competitiva.

A transferência do conhecimento ajudará as empresas a reduzir o tempo de ciclo pela livre circulação das visões comuns entre os estabelecimentos, pelo aumento da inovação devido ao aproveitamento da experiência e por melhores decisões derivadas de informações de múltiplas fontes. Adiciona-se, ainda, a capacidade de aprender mais depressa que os concorrentes, de responder mais rápido às condições de mercado, de aprender mais depressa com os fracassos e sucessos e de formar capital intelectual.

A avaliação da gestão do conhecimento constitui, a parte mais difícil do modelo de capital intelectual. Não existe uma maneira simples de medir o que está na cabeça e no coração de gerentes e empregados. Não existem medidores a serem verificados ou mostradores a serem lidos. Atribuir valor ao comportamento ou à motivação é um tema totalmente diferente do que contabilizar as vendas totais ou determinar a capacidade de computadores.

Por esse motivo, qualquer mensuração que diga respeito aos colaboradores tem de ser:

- bem fundamentada, de modo a não medir algo aparentemente importante, mas , na realidade, sem qualquer significado;
- bem estruturada, para não absorver as impurezas de outras variáveis subjetivas;
- teleológica, pois o próprio ato de escolher parâmetros reflete as distorções da empresa na área de recursos humanos. Portanto, as medições devem ser feitas a fim de refletir não somente onde a empresa se situa, mas onde deveria estar. Algumas medições devem, também, mudar para refletir os valores em mudança na sociedade.

O balanço patrimonial não oferece informações sobre o passado, as tradições e a filosofia da empresa. Ele não diz quanto valem esses fatores, nem dispara o alarme quando, por meio de decisões administrativas, ou dispensas de empregados, eles se perdem. O resultado é uma espécie de doença corporativa, pela qual uma empresa preocupada com o lucro perde, sem notar, sua memória institucional e, portanto, a si mesma.

Porém as empresas modernas, ágeis, virtuais, ou imaginárias, como foram denominadas, apresentam em seu centro filosófico uma noção totalmente diferente do que constitui um ativo. Em um mundo onde a produção e vendas podem ser realizadas por um parceiro em uma aliança estratégica ou,

até, por um cliente, as informações tradicionais contidas nas linhas de um balanço patrimonial, como: fábricas, equipamentos e terrenos, não oferecem mais muitas indicações sobre a competitividade atual, ou o potencial de lucros futuros de uma empresa.

É como, por exemplo, calcular o valor do conhecimento técnico incluído em um produto. Até o estoque tornar-se essencialmente sem significado quando a própria noção de modelo de um produto começa a desaparecer diante da nova realidade de um artigo especialmente fabricado de acordo com as necessidades de cada cliente. Nesse aspecto, é importante segregar o entendimento de produto e de competência. O primeiro é aquele que o mercado visualiza e que é entregue ao cliente, o segundo é o fator de agregação de valor a empresa, que pode representar sua principal vantagem competitiva. A grande questão é saber como identificar e disseminar o conhecimento gerado dentro da empresa, promovendo a transformação de material intelectual bruto gerado pelos integrantes da organização em capital intelectual, e que garanta uma trajetória de crescimento e desenvolvimento.

A fim de produzir uma equação que traduza em números, o valor do capital intelectual, alguns autores desenvolveram modelos para sua mensuração. Abaixo demonstramos um quadro resumo, incluindo os principais métodos, suas vantagens e limitações, a forma usada, a ênfase e as perspectivas adotadas, de acordo com análise efetuada por Rodney Wernke, em artigo sobre “considerações acerca dos métodos de avaliação do capital intelectual”, publicado na revista nº 106 – outubro de 2001, do CRCRS:

Quadro 25: Modelo de Possibilidades de Mensuração do Capital Intelectual

Método	Vantagens	Limitações	Forma usada	Ênfase financeira	Perspectivas adotadas
1. diferença entre valor de mercado e valor contábil (1)	simplicidade de utilização.	frágil perante influências do mercado.	equação matemática	Total	Única(financeira)
2. Market-to-book ratio (2)	Cálculo simples comparável no tempo.	Influenciável por oscilações de fatores externos	Equação matemática	Total	Única(financeira)
3. “Q” de Tobin	Considera o custo de reposição dos ativos. Fácil interpretação	Afetado pelos efeitos do mercado	Equação matemática	Total	Única(financeira)
4. Stewart	Fácil visualização. Acompanhamento do desempenho de vários indicadores ao mesmo tempo	Dificuldade na determinação dos indicadores de desempenho	Gráfico radar	Parcial	Diversas (a serem estipuladas pelos usuários).
5. Edvinson & Malone	Fornecer uma perspectiva geral do passado e do futuro da empresa	Elaboração complexa. subjetividade	Matriz e equação matemática	Parcial	Diversas – clientes, processos, humana, financeira e de renovação
6. Sveiby	Apresentação simples	Escolha de indicadores	Matriz de indicadores	Nenhuma	Diversas – estrutura externa, estrutura interna e competência das pessoas
7. Heurístico	Considerações do fator tempo. Ligação com a estratégia empresarial	Cálculo muito complexo e alta subjetividade na definição das prioridades	Equação matemática e matriz de incidência	Nenhuma	Diversas – a serem determinadas, vinculadas à estratégia empresarial adotada.

**Fonte: (1) Autor C.G.Góis – Artigo – Capital intelectual: O intangível do século XXI – Agosto de 2000;
(2) Autor Baruch Lev**

Considerando as análises do autor ele conclui: *“a essência dos modelos provavelmente não deve variar muito em relação aos modelos de Stewart, de Sveiby e de Edvinson & Malone, que abrangem diversas perspectivas para a avaliação dos fatores intangíveis”*.

Entre as considerações mencionadas sobre goodwill, destaca-se ativos importantes e que não são contabilizados, como o goodwill criado. Não existe

um motivo lógico aparente, a não ser o problema da objetividade, que justifique o registro do goodwill quando adquirido (registrado como ágio) e o não registro do goodwill que vai sendo criado pela empresa, como resultado de uma série de fatores que atuam, muitas vezes em conjunto, para produzir esse “algo mais”.

De acordo com Hendriksen (1992) o problema da objetividade de mensuração é impeditivo, sendo assim não deveríamos registrar nem o ágio na aquisição de investimentos. Atualmente o seu registro não possui justificativa suficiente, pois a base para efetuar sua amortização é apurada sem que haja perda evidente de substância econômica desse ativo. Para constatação dessa perda, de forma indireta, deveríamos avaliar o próprio “goodwill”. Nesse caso, mesmo diante das limitações da subjetividade seria razoável pelo menos periodicamente (ao final de cada exercício), fazer uma estimativa do valor do “goodwill”.

Eliseu Martins, em sua tese de doutoramento, *Contribuição à Avaliação do Ativo intangível*, FEA-USP 1972, já apresentava uma forma de calcular o “goodwill” que, basicamente, consistia em avaliar a valor de mercado todos os ativos identificáveis, mesmo os intangíveis. Em seguida, através da metodologia de fluxos de caixa e lucros descontados, calculava-se o “valor subjetivo da empresa”. A diferença entre esse valor e o valor dos ativos líquidos, anteriormente calculados, seria o “goodwill”.

De acordo com Ludícibus (2001), um cálculo desse tipo deveria ser feito anualmente, detalhando explicitamente as premissas e critérios utilizados na projeção de fluxos e na escolha de taxas e a diferença apurada deveria ser evidenciada no ativo e no patrimônio líquido. Numa fase inicial essas informações poderiam ser divulgadas como demonstrações complementares. Como o valor do capital intelectual é calculado pela diferença entre o valor de mercado das ações da empresa e o valor do patrimônio líquido contábil, ele poderia ser retratado em quadros suplementares no próprio relatório da administração, evidenciando-se todos os detalhes da sua composição.

2.3.3 - Considerações sobre reavaliação de ativos

A Deliberação CVM nº 183, de 19 de junho de 1995 aprovou o pronunciamento técnico sobre reavaliação dos ativos, emitido pelo Instituto Brasileiro de Contadores – IBRACON, constituindo-se no documento oficial brasileiro que define de forma mais detalhada os efeitos e a forma de reconhecimento contábil dos ativos objetos de reavaliações.

O principal reflexo em termos contábeis associado ao registro de valores relativos a reavaliação refere-se a adoção de valores de mercado abandonando-se o princípio de custo como base de valor. Nesse aspecto o item 6 da referida deliberação indica o seguinte:

Assim, a avaliação de ativos pelo custo corrigido monetariamente é o critério preferencial consagrado pelos princípios fundamentais de contabilidade, sendo a reavaliação um critério alternativo, que, se adotada dentro dos parâmetros e critérios técnicos definidos neste pronunciamento, constitui-se em prática aceitável. Em ambos os casos, deve-se observar o valor de recuperação, sempre que menor, conforme comentado no item 44. Essa posição se coaduna com as normas internacionais de contabilidade do IASC – International Standards Committee.

Cabe enfatizar que ao mencionar valor de mercado fica determinado que se refere ao valor de entrada que a empresa despenderia no mercado para repor o ativo, considerando-se uma negociação normal entre partes independentes e isentas de outros interesses. O valor deve considerar o preço á vista de reposição do ativo, contemplando as condições de uso em que o bem se encontra.

As hipóteses possíveis de reavaliação são as seguintes: (i) reavaliação de ativos próprios; (ii) reavaliação de ativos de controladas e coligadas; (iii) reavaliação na subscrição de capital em outra empresa com conferência de bens, e (iv) reavaliações nas fusões, incorporações e cisões. Além disso, as reavaliações são restritas a bens tangíveis (portanto está excluída a

possibilidade de reavaliações de intangíveis, como goodwill, capital intelectual, etc.), sendo determinado a realização constante de novas avaliações, observando que elas devem ser em periodicidade anual para os grupos de contas cujos valores de mercado variarem significativamente e a cada 4 anos, para os ativos com oscilação de mercado não relevante. Observado esses prazos, pode-se optar por “sistema rotativo” cobrindo a totalidade dos ativos nos períodos anteriormente mencionados.

Outro aspecto a considerar é de que devem ser reavaliados todos os itens de um mesmo grupo, sendo permitido a reavaliação parcial de grupos de ativos. A avaliação deve ser procedida por profissional habilitado e que esteja em condições de independência em relação à empresa, sendo sua nomeação aprovada pela assembleia de acionistas ou reunião de quotistas. O ajuste decorrente da reavaliação deve ser registrado no patrimônio líquido numa conta denominada de reserva de reavaliação. Na ocorrência de depreciação, amortização ou exaustão dos ativos, baixa dos bens por alienação ou perecimento considera-se realizada a respectiva reserva sendo revertida para lucros acumulados no patrimônio líquido. Se compararmos essa prática com o modelo de custo corrente encontramos semelhanças em relação a realização dos ativos, onde o crédito é feito diretamente em contas do patrimônio líquido, sem influenciar o resultado do período.

Feitas essas considerações, nossa atenção é voltada principalmente para o que estabelece o item 44 do referido pronunciamento, tendo em vista que apesar de haver uma mudança em termos de prática contábil (custo histórico corrigido para custo corrente), o importante é manter os ativos avaliados a valor de realização. Abaixo a íntegra do referido item do pronunciamento:

Recuperação do valor líquido contábil – Em princípio todos os ativos constantes do balanço de uma empresa devem ser recuperáveis. Valor de recuperação no caso do imobilizado é o montante que a empresa espera recuperar pelo uso futuro de um ativo nas suas operações, incluindo seu valor residual na baixa. Dessa forma, o imobilizado (um item ou grupo de itens) deve ser periodicamente acompanhado com o objetivo de verificar se o valor de

recuperação está inferior ao valor líquido contábil, quer esteja avaliado pelo custo corrigido ou pelo valor de mercado (reavaliação). Quando isso ocorrer, o valor líquido contábil deve ser reduzido ao valor de recuperação. Todavia, esta redução somente deve ocorrer se for considerada não temporária. O montante desta redução deve reverter uma reavaliação anterior, sendo debitado a reserva. Um eventual aumento subsequente no valor de recuperação desses ativos deve reverter baixas anteriores. Essa verificação deve levar em conta o grupo de itens do imobilizado que formam um conjunto ou projeto e os demais ativos correspondentes, particularmente o ativo diferido. Preferencialmente, o valor de recuperação deve estar baseado no fluxo de caixa descontado a valor presente, considerando as operações da empresa como um todo.

2.3.4 – Considerações sobre o custo de oportunidade

Todas as atividades devem ser avaliadas pelo mercado, que representa o custo de oportunidade de manter determinada atividade. Fundamentalmente, isto é explicado em dois conceitos de custo de oportunidade, quais sejam:

- preço de mercado e preço de transferência baseado no preço de mercado, para avaliação dos estoques e produtos finais e dos produtos e serviços produzidos pelas atividades internas;
- custo de oportunidade financeiro, para mensurar e avaliar o aspecto financeiro das atividades e do custo de oportunidade dos acionistas, fornecedores de capital à empresa e às atividades.

Segundo Watson e Holman (1979, p.147-148): *O conceito fundamental é de custo alternativo, ou seja, o custo de qualquer coisa é o valor da melhor alternativa, ou a oportunidade, que é sacrificada.*

Para Nascimento (1998, p.70) na caracterização do custo de oportunidade deve-se considerar:

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

Além dessas considerações ressaltamos alguns aspectos pertinentes a definição de custo de oportunidade:

- o conceito de custo de oportunidade pressupõe a existência de duas alternativas viáveis e mutuamente excludentes;
- o custo de oportunidade refere-se a algum atributo específico do objeto avaliado; e
- o custo de oportunidade está associado ao valor de mercado dos bens e serviços utilizados.

Feitas essas considerações, apresentamos algumas dificuldades na aplicação do referido conceito, principalmente sobre sua praticabilidade, objetividade e comparabilidade das informações.

Em relação à homogeneização das alternativas comparadas, essa tarefa é fundamental e, por vezes, difícil, principalmente quando elas possuem características muito diferentes, o que implica em elevada dose de subjetivismo. Normalmente, o grau de subjetivismo está associado as variáveis risco e benefício. Quando duas ou mais alternativas oferecem o mesmo benefício, devemos optar pela menos arriscada. Porém, geralmente, tanto benefícios quanto os riscos são diferentes. Segundo Paccez e De Luca (1993), as questões que devem ser consideradas nas análises para decisão sobre qual das alternativas optar, concentram-se no seguinte:

- qual deve ser a taxa de juros para a avaliação do fluxo de caixa esperado das alternativas desprezadas ?
- se as alternativas desprezadas apresentam níveis de risco diferentes, deve ser adotada a mesma taxa de juros para o desconto das alternativas?

Sobre a análise de aplicações financeiras, as variáveis que merecem consideração normalmente referem-se ao retorno, prazo e o risco. Contudo, de acordo com o tipo de alternativas de investimentos que se apresentam as variáveis podem ser ampliadas e incluir, entre outras, as questões éticas que envolvam a imagem da empresa, impactos ambientais e outras questões de responsabilidade social.

Assim, sobre a aplicação do custo de oportunidade Nascimento (1998, p.19-20, 31-32) afirma:

Os gestores são diretamente responsáveis pela administração dos recursos disponíveis. Seu talento em escolher a alternativa certa, entre as várias existentes, para a aplicação do mesmo recurso, é um fator determinante para o êxito ou fracasso do negócio. O conceito de custo de oportunidade, portanto, é uma variável importante para a mensuração dos resultados econômicos empresariais e, também, para a avaliação do talento dos gestores envolvidos no processo de obtenção desses resultados.

Além das decisões de investimento (e avaliação de desempenho), o conceito vem sendo aplicado, em outras, tais como: decisões de utilização de aluguel de espaço, de comprar ou produzir, de preço de vendas, e outras que impliquem consumo de recursos. Há, também, aplicações para decisões internas de preços de transferência.

Diante do exposto, a aplicação do custo de oportunidade, a luz da literatura contábil, parece indicar os seguintes passos a serem seguidos:

- preparação de lista exaustiva de alternativas existentes;
- cômputo do resultado esperado de cada alternativa listada;

- análise preliminar das alternativas listadas, descartando as menos atraentes;
- análise complementar sobre as alternativas que não foram descartadas, selecionando a que maximiza os benefícios esperados pelo investidor;
- apuração dos resultados da ação implementada;e
- comparação entre os resultados apurados da ação implementada e esperados da melhor alternativa rejeitada.

A literatura contábil sobre a busca da apuração de forma adequada do custo de oportunidade, inclui o modelo de Schalatter e Schalatter (1957), o qual buscava a apuração dos juros sobre o capital próprio e sua consideração sobre os ativos fixos da empresa. O modelo Anthony (1973) segue a linha da simplificação do custo de oportunidade por meio dos juros sobre o capital próprio, buscando sua dedução no resultado e no patrimônio líquido, considerando o tratamento dado aos custos financeiros (juros sobre empréstimos). Além desses modelos, que tratam da questão da divulgação de informações para o público externo, destacam-se os modelos desenvolvidos para os usuários internos (contabilidade gerencial) por Armando Catelli e por Nascimento, esse último em relação à determinação dos preços de transferência.

A discussão sobre a determinação do custo de oportunidade está relacionada com a determinação do custo do capital próprio, o qual será tratado em tópico específico do próximo capítulo, que inclui algumas considerações sobre a determinação de juros sobre capital próprio.

2.4 - Fluxo de caixa descontado

Entre os modelos existentes para avaliação de empresas, o fluxo de caixa é tido como aquele que melhor revela a efetiva capacidade de geração de riqueza do empreendimento. Na demonstração de resultado contábil existem limitações quanto a esse aspecto, principalmente no que relaciona-se a necessidade de investimento e o risco do negócio. Conforme Copeland, Koller e Murrin (1994), como indicador de capacidade de geração de riqueza, o fluxo de caixa evidencia a eficiência esperada no negócio, inclusive quanto a capacidade do “goodwill”.

Na análise do fluxo de caixa é importante segregar a avaliação da empresa do valor para os acionistas. Essa diferença consiste basicamente no aspecto de que, no conceito da avaliação da empresa o fluxo de caixa representa as necessidades operacionais da empresa, independente de quais sejam os seus fornecedores de recursos, quer sejam os acionistas ou terceiros. Analisando o valor da empresa para os acionistas, são excluídos os benefícios gerados pelos ativos financiados por terceiros. Assim, o valor para os acionistas representa o fluxo líquido, após computados os efeitos de todas as dívidas tomadas para completar o financiamento da empresa – fluxos de caixa vinculados aos juros, amortizações, novos endividamentos.

Em ambos os casos, não são computados os valores das dívidas de funcionamento (fornecedores, contas a pagar, salários, impostos e outras dívidas correntes (operacionais) a pagar), já que seus valores em termos de reflexo no caixa já estão computados no caixa das operações. O valor econômico da empresa e dos acionistas pode ser demonstrado através do seguinte:

Quadro 26: O Valor Econômico da Empresa e dos Acionistas

Valor econômico da empresa	=	Valor presente do fluxo de caixa operacional	+	Valor de mercado dos ativos não operacionais	-	Valor de mercado das dívidas financeiras
Valor para o acionista	=	Valor presente do fluxo líquido de caixa	+	Valor de mercado dos ativos não operacionais		

Fonte: Autor

A razão principal da distinção consiste na avaliação da qualidade dos passivos. Se a empresa possuir dívidas com baixas taxas de juros e empréstimos subsidiados, ou com prazos extremamente alongados, parte importante do valor econômico da empresa poderá estar nesse tipo de passivo.

A técnica do fluxo de caixa descontado leva em consideração os resultados futuros que a empresa pretende ter, trazidos a valor presente. Existem cinco variáveis que são relevantes na adoção desse método, as quais destacamos:

2.4.1 - Fluxo relevante de caixa (fluxo de caixa livre)

Para Brown (1996), pressupõe-se que a empresa vale aquilo que consegue gerar de caixa no futuro. Em qualquer projeção de fluxo de caixa, o lucro depois do imposto, não constitui uma representação exata do fluxo de caixa disponível. É preciso fazer ajustes, levando em conta o reinvestimento necessário para que a empresa cresça. Especificamente, esse reinvestimento pode assumir a forma de capital de giro, investimentos em ativos fixos ou ambos. A determinação das necessidades projetadas de capital de giro deve considerar a relação histórica entre vendas e contas a receber, estoques e contas a pagar. Com relação aos dispêndios com ativos fixos, a relação entre a depreciação passada e os dispêndios de capital passados, oferece um painel de como o crescimento da empresa (ou a falta dele) tem se relacionado com o investimento.

O fluxo de caixa livre é gerado pela empresa após a dedução dos impostos, investimentos permanentes e variações esperadas no capital circulante líquido. Assim ele representa o montante disponível para todos os fornecedores de recursos, por isso, deve ser apurado antes dos pagamentos de dívidas (principal e juros). Então, o termo “*livre*” pode ser entendido como o excedente de capital disponível para distribuição ou aumento de capital. O fluxo de caixa livre pode ser apurado da seguinte forma:

Receitas líquidas de vendas

(-) Custo das vendas

(-) Despesas operacionais

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

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

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

(-) Imposto de renda/contribuição social

(=) geração de caixa operacional

(-) Investimentos

- Permanentes
- Circulantes

(=) Fluxo de caixa livre

Merece destaque o item de depreciação/amortização/exaustão que não representa movimento de caixa e sim representam investimentos já feitos os quais necessitam que o caixa seja retido para formação de fundo necessário para sua reposição no futuro. Assim na demonstração de resultados é indispensável à consideração dessas despesas, mas para fins de fluxo de

caixa o que interessa são os investimentos futuros a serem realizados, portanto investimentos passados não devem compor a base de cálculo do fluxo de caixa livre. A esse respeito Martins (1998, p.4) esclarece:

A avaliação de uma empresa se faz do ponto de vista de um comprador em perspectiva. Para este, não interessa qualquer recuperação de investimento que outro tenha feito antes dele. Esses (valores de depreciação, amortização e exaustão) e outros itens, que afetarão o resultado da empresa no futuro mas não representarão mais entrada ou saída de dinheiro, só interessam pelos seus reflexos fiscais, porque aí sim estarão influenciando o fluxo de caixa da empresa pelo pagamento do imposto de renda sobre o lucro.

Assim, podemos segregar o fluxo de caixa livre da empresa do fluxo do acionista. A diferença consiste na consideração dos efeitos do financiamento com capital de terceiros.

2.4.2 - Período de projeção

O período a ser considerado para análise deveria ser o ciclo natural dos negócios e o grau de previsibilidade das variáveis relevantes. Sua duração pode variar de acordo com a indústria e deve considerar os aspectos relativos a: preços dos produtos, volumes de vendas, custos de matérias-primas, despesas operacionais e variáveis macroeconômicas (juros, câmbio, etc). Normalmente os períodos de projeção variam entre cinco e dez anos, dependendo do grau de previsibilidade das variáveis e a demonstração das mudanças nas relações de custo/capital de giro dependendo dos níveis de operações.

2.4.3 - Valor da perpetuidade ou residual

De acordo com Ross, Stephen A. Westerfield, Randolph W. Jaffey (1995), os fluxos de caixa não cobertos pelo período de projeção devem ser quantificados (perpetuidade com ou sem crescimento ou valor residual ou terminal). Nesse método o fluxo de caixa projetado do último ano é capitalizado

utilizando-se a taxa de desconto, como se fosse uma anuidade. O valor da perpetuidade é influenciado pela expectativa de crescimento após o período de projeção (pode-se trabalhar com a alternativa de haver taxas crescentes e decrescentes distintas por intervalo). A equação da perpetuidade pode ser apresentada da seguinte forma:

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

Sendo:

FCL(t) = fluxo de caixa do último período da projeção;

CmePC = custo médio ponderado de capital; e

g = taxa de crescimento

2.4.4 - Taxa de desconto

Tanto o fluxo de caixa livre quanto o valor da perpetuidade devem ser trazidos a valor presente com a utilização de uma taxa de desconto. Quando estamos avaliando a empresa como um todo, independente do financiador dos recursos, quer sejam os acionistas ou terceiros, a taxa de desconto deve corresponder a melhor estimativa do custo de oportunidade. Nesse caso, o usual é considerar a taxa correspondente ao custo médio ponderado de capital (CmePC). O cálculo do CmePC reflete a estrutura de capital da empresa. Portanto, os efeitos financeiros figuram no cômputo da taxa que está sendo utilizada para descontar os fluxos. Alternativamente, caso se utilize o fluxo de caixa do proprietário (acionista), a taxa de desconto mais apropriada seria o custo do capital próprio ¹.

¹ A taxa de custo sobre o capital próprio e sobre o custo médio ponderado serão tratadas no item 2.4.7

Algumas análises usam taxas diferentes para o desconto da perpetuidade e dos fluxos de caixa operacionais. Isso se fundamenta devido à suposição de que após o período de projeção, a incerteza aumenta, provocando a exigência por maiores retornos.

2.4.5 - A avaliação por múltiplos

A comparação do valor de uma ação, avaliado em função de lucros contábeis, não mantém necessariamente relação direta com seu valor de mercado. Assim, os investidores utilizam métodos de avaliação que levam em consideração as expectativas sobre a futura evolução de um negócio, em vez de se deter na análise dos rendimentos ou dos dividendos distribuídos no passado. A avaliação do impacto das estratégias empresariais sobre o valor da empresa e as decisões operacionais financeiras e de investimentos estão diretamente relacionadas com o valor da empresa, e por isso é fundamental entendê-las para fazer uma análise do processo de criação de valor dentro da empresa.

Os diversos métodos de avaliação de empresas existentes são regidos por diferentes critérios de fixação de valor, embora apresentem características comuns. Em linhas gerais o método de avaliação por múltiplos analisa a empresa a partir de indicadores de avaliação, comparando os dados com os de outras empresas similares, que atuam no mesmo mercado. A comparação também pode ser feita entre os parâmetros da empresa e os da média de mercado, sempre considerando empresas similares.

Para Brealey e Myers (1996), dentro dessa comparação destaca-se a metodologia do Valor Presente Ajustado – VPA a qual ajusta os fluxos de caixa e valores presentes pelos custos e benefícios associados às fontes de financiamentos. Uma forma de apresentar o VPA utiliza a seguinte fórmula:

$$\text{VPA} = \text{VPL} + \text{VPLF}$$

Sendo:

VPA = valor presente ajustado da empresa com dívidas

VPL = valor presente da empresa sem dívidas; e

VPLF = valor presente líquido dos efeitos colaterais do capital de terceiros

Os principais efeitos decorrentes do capital de terceiros podem ser assim resumidos:

- Subsídio fiscal – efeitos positivos que uma dívida pode provocar no valor dos impostos sobre os lucros, dado que o custo financeiro da dívida (juros) são dedutíveis;
- Custo da emissão de novos títulos – gastos associados ao lançamentos dos títulos junto aos investidores;
- Custo das dificuldades financeiras – elevação do risco pelo aumento do endividamento causado pela alavancagem financeira.
- Subsídios ao financiamento com capital de terceiros – certas alternativas de endividamento oferecem condições especiais, provocando um aumento do “*spread*” entre a captação e a aplicação de recursos.

Em determinadas situações podem ser estabelecidas as condições de comparações com outras empresas do mesmo segmento de negócios, desde que sejam consideradas as mesmas condições relativas a estrutura de capitais, seu reflexo nas taxas de descontos e, por fim a avaliação dos fluxos de caixa das empresas.

2.4.6 - Avaliação mediante opções

Consiste em estabelecer o valor econômico de uma empresa adotando-se técnicas similares às utilizadas para avaliar o preço de opções financeiras. Embora os métodos para se avaliar um ativo sejam quantitativos, as premissas subjacentes à sua aplicação estão sujeitas a análises de caráter subjetivo. É o caso, por exemplo, das previsões sobre possíveis comportamentos de fatores que têm influência sobre a empresa ou sobre o ambiente que a cerca. E os resultados também podem ser distintos conforme o método que se adotar. Por isso, é fundamental entender as diferenças entre eles e escolher o mais apropriado para cada caso.

A flexibilidade dos aspectos estratégicos representa a possibilidade da empresa adaptar-se às novas realidades. A tentativa de incorporá-la ao processo de avaliação é o objetivo do *valor presente líquido expandido - VPLE*. Ele altera as técnicas tradicionais de análise de investimentos, porque estabelece a possibilidade de trabalharmos com flexibilidade operacional e estratégica. Sua representação seria a seguinte:

$$VPLE = VPL \text{ (estático e passivo)} + \text{Valor das opções (flexibilidade)}$$

A mensuração das opções deve ser entendida como uma forma de incorporar as alternativas de decisão sobre o andamento dos projetos durante sua execução, considerando as hipóteses de aplicação parcial de recursos financeiros existentes. Por exemplo, as opções do mercado financeiro proporcionam o direito de comprar ou vender ativos a um preço predeterminado (preço de exercício). Quando as alternativas estão associadas a captação de recursos elas influenciam o custo do capital, sendo esse um aspecto relevante na determinação do valor dos empreendimentos.

Segundo Copeland, Koller e Murrin (1994), as principais opções associadas à análise financeira são as seguintes:

- adiamento da implementação de um investimento (option to defer);

- abandono de um investimento (option to abandon);
- redução da escala de um projeto (option to contract);
- expansão da escala de um projeto (option to expand); e
- mudança de uso dos recursos (option to switch).

A utilização dessas alternativas, servem como opções efetivas de melhorar a performance do empreendimento. A sua consideração no cálculo de avaliação das empresas é tarefa complexa e que exige a determinação de premissas variáveis. Sua mensuração pretende proporcionar melhores aproximações do valor justo de um negócio.

2.4.7 - O custo do capital próprio utilizado como taxa de desconto

Para o financiamento das operações realizadas pelas empresas são necessários a utilização de diversos recursos (humanos, financeiros, tecnológicos, etc.). Os agentes econômicos capazes de fornecer esses recursos, quais sejam: acionistas, bancos, debenturistas, entre outros formam as fontes de financiamentos (exigíveis e não exigíveis). A captação desses recursos requer uma retribuição atraente, e seu dimensionamento constitui-se em importante informação para a gestão dos empreendimentos. Assim custo de capital é a remuneração que a empresa oferece a todos os fornecedores de recursos que ela necessita.

As várias fontes de financiamentos existentes são classificadas, substancialmente, de acordo com a sua origem em três grupos distintos, quais sejam: (a) empréstimos e financiamentos de terceiros (capital de terceiros);(b) emissão de ações ordinárias e preferenciais (capitais próprios) e;(c) retenção de lucros (provenientes das próprias operações).

Para calcular o valor presente do fluxo de caixa é preciso estimar o custo médio ponderado do capital em função da estrutura financeira da empresa, conceito conhecido com WACC – Weighted average cost of capital, ou custo

médio ponderado do capital. As fontes de financiamento são o capital próprio e o de terceiros, sendo que a proporção em que cada uma dessas fontes participa define a estrutura do capital, cujo custo se avalia da seguinte maneira:

2.4.7.1 - Custo do capital próprio

É uma média do retorno esperado pelos acionistas. A forma de calculá-lo constitui o aspecto mais controvertido porque há diferentes opiniões sobre diversos aspectos considerados em sua determinação. Segundo Nascimento (1998, p.196):

O custo do capital próprio é o custo de oportunidade do investidor, pois representa a expectativa de retorno do capital que ele possui, e é o parâmetro que utilizará para decidir-se entre aplicar seu capital na empresa ou em outras oportunidades de negócios.

Tendo em vista que o objetivo da empresa é maximizar a riqueza dos sócios, a retenção dos lucros só deve ocorrer se a inversão na empresa for tão (ou mais) atrativa quanto a melhor alternativa de mercado. Existem pelo menos, três abordagens sobre o dimensionamento do custo do capital das ações; (1) abordagem de dividendos (modelo de Gordon); (2) Arbitrage Pricing Model - APM; (3) Capital Asset Pricing Model - CAPM.

No modelo de Gordon o preço teórico de uma ação é igual ao valor presente dos fluxos futuros de dividendos que ela é capaz de proporcionar. O modelo pressupõe que os dividendos devem crescer a uma taxa média constante e cumulativa. A principal limitação desse modelo consiste em estimar a taxa de crescimento, além do pressuposto implícito que o incremento(crescimento) se manterá indefinidamente.

O Arbitrage pricing model – APM desenvolvido por Stephen Ross, fundamenta-se na idéia de que o retorno de um título consiste na taxa de juros dos investimentos livres de risco complementada por um prêmio pelo risco. O cálculo dessa variável destaca a influência de fatores macroeconômicos (nível

de atividade econômica, inflação, taxa de juros, preço do petróleo, taxa de câmbio, etc.) sobre os preços dos ativos.

O método mais difundido para apuração do custo do capital próprio corresponde ao Capital Asset Pricing Model – CAPM. Esse método é utilizado para estimar a taxa de retorno que os acionistas esperam obter sobre o capital investido em função do risco do negócio e tem duas variáveis que o justificam, sendo:

- a) A taxa de rendimento livre de risco e o prêmio pelo risco-país- como melhor aproximação de uma taxa livre de risco, é comum utilizar o rendimento que o Título do Tesouro dos EUA oferece. Como essa taxa inclui as expectativas de inflação, a maturity (vencimento médio do título selecionado deve ser coerente com o horizonte de tempo do investimento que é objeto da análise. As empresas instaladas em países emergentes costumam agregar à taxa livre de risco um prêmio adicional que reflita o risco de se investir nesse mercado. Conhecido como prêmio de risco-país, que é a diferença existente entre a taxa de um Título do Tesouro dos EUA e a de um título da dívida emitido pelo governo do país em questão.
- b) O prêmio pelo risco do negócio – esta variável, por sua vez, tem dois componentes: o prêmio pelo risco do mercado e o chamado fator beta (B). O prêmio pelo risco do mercado representa a compensação adicional que os investidores esperam obter por adquirir ações de uma empresa em vez de um ativo livre de risco. O fator beta é uma maneira de medir a volatilidade de um ativo financeiro específico em relação ao rendimento do mercado. O beta dá uma medida aproximada dos rendimentos da ação num intervalo de tempo e o compara com o retorno do índice de mercado para igual período.

Considerando que no caso brasileiro as ações preferenciais, na maioria das vezes, assemelham-se às ordinárias, exceto quanto ao direito de voto, não apresentamos o modelo utilizado para cálculo do custo de capital das ações preferenciais de acordo com a proposta de Gitman (1997).

2.4.7.2 - Custo do capital de terceiros

O outro componente do custo médio ponderado do capital refere-se ao custo da dívida ou taxa de juros aplicável às obrigações da empresa. Deveria ser calculada a partir dos valores de mercado e, portanto, corresponder à taxa que a empresa poderia obter em empréstimos de longo prazo. Mesmo assim, é importante levar em conta que os juros pagos sobre as dívidas são dedutíveis do imposto sobre o lucro, razão pela qual o custo da dívida tem de ser ponderado pela alíquota marginal desse imposto.

Conforme Gitman (1997), abaixo demonstrar de forma esquemática a composição do custo da taxa de desconto:

Quadro 27: Composição do Custo da Taxa de Desconto

Taxa livre de risco	+	Prêmio de risco do mercado	X	Beta	=	Custo do capital próprio – CAPM
Custo de dívidas de longo prazo	-	Efeito dos impostos sobre lucros	=	Custo de capital de terceiros		
Custo de capital próprio	X	Proporção de capital próprio no capital investido	}	Taxa de desconto WACC		
Custo do capital de terceiros	X	Proporção do capital de terceiros no capital investido				

Limitações do custo de capital

Apesar da importância do cálculo do custo do capital existem algumas limitações quanto ao seu uso. Segundo Gitman (1984, p.484):

Embora essas técnicas tentem desenvolver valores calculados com rigor de custos específicos, bem como de custos ponderados, os valores resultantes são, na melhor das hipóteses, aproximações grosseiras, devido às inúmeras suposições e previsões em que se baseiam.

No Brasil essas limitações são ainda maiores em função de serem importadas dos EUA, cujo mercado de capitais possui características muito diferentes do caso brasileiro. Sobre o assunto, Martins (1996, p.432) comenta:

Essa figura de custo do capital próprio é também de grande valia, utilidade e efetivo uso no dia-a-dia, mas difícil, como já dissemos, de ser praticado, principalmente no Brasil onde as bolsas não são fonte adequada para o seu levantamento, pelo pequeno número de empresas com ações efetivamente negociadas e pelo fato de os controles acionários dessas empresas estarem nas mãos de alguns investidores que não negociam essas ações nesse mercado. Assim, o preço atribuído pelo mercado acionário às ações que estão sendo negociadas não reflete o custo de capital próprio de maneira completa, mas apenas o de alguns acionistas, na maioria dos casos; pior ainda, em grande parte por acionistas que nem direito a voto têm, por se tratar de ações preferenciais sem essa prerrogativa.

Diante dessas considerações, as principais suposições assumidas e limitações que cercam o assunto são:

- Os riscos de negócio e financeiro não são afetados pela aceitação e financiamento dos projetos;
- Agentes possuem igualdade de condições para obter informações sobre investimentos e são bem informados;
- Comportamentos preconcebidos para os indivíduos, inclusive sua capacidade de prever valores futuros;
- Taxa de crescimento constante para os dividendos(modelo de Gordon);

- Continuidade dos empreendimentos;
- Investidores existentes e potenciais podem medir exatamente o risco da empresa, formando um consenso sobre a taxa de desconto para seus lucros futuros;
- Mercado competitivo.

2.4.7.3 - Juros sobre o capital próprio

Até 31 de dezembro de 1995, os valores do patrimônio líquido eram objeto de correção monetária, conforme comentado no capítulo 3. A sistemática de correção monetária foi revogada a partir de 01 de janeiro de 1996, pelo artigo 4º da Lei 9.249/95, em consonância com os objetivos de desindexação da economia, fixados pelo Plano Real. A fim de minorar os efeitos sobre os patrimônios das empresas, decorrentes da extinção da correção monetária, o artigo 10º da Lei 9.249/95, regulamentado pelos artigos 29º e 31º da Instrução normativa nº 11/96, estabelece que, para efeito de apuração do lucro real, a partir de 01 de janeiro de 1996, observado o regime de competência, poderão ser deduzidos os juros pagos ou creditados individualmente a titular, sócios ou acionistas, a título de remuneração do capital próprio, calculado sobre as contas do patrimônio líquido ajustado e limitados à variação, pró-rata dia, da taxa de juros de longo prazo (TJLP), regulamentada através da Resolução do Banco Central do Brasil nº 2.121, de 30 de novembro de 1994. A lei estabelece que o efetivo pagamento ou crédito dos juros fica condicionado à existência de lucros do período antes da dedução dos juros ou lucros acumulados, ou reservas de lucros, em montante igual ou superior a duas vezes os juros a serem pagos ou creditados. Até o final de 1996, os juros sobre o capital próprio eram dedutíveis apenas para o cálculo do imposto de renda da pessoa jurídica. A partir de janeiro de 1997, a dedução foi estendida também para a contribuição social. A lei faculta à empresa a destinação dos juros sobre o capital próprio. Poderá optar pela alternativa de capitalizá-los ou de creditá-los aos sócios, em ambos os casos, haverá incidência de imposto de renda na fonte à alíquota de 15% por conta da

empresa. O artigo 9º da Lei 9.249/95 faculta que os juros sobre o capital próprio poderão ser imputados ao valor dos dividendos de que trata o artigo 202 da Lei 6.404/76, que dispõe sobre os dividendos mínimos obrigatórios. Assim, o juro ao se transformar em dividendo, obtém o benefício tributário de dedução da base de cálculo do imposto de renda.

O estudo sobre os efeitos produzidos nas demonstrações contábeis pela adoção dessa prática, nos leva a algumas reflexões, dentre as quais citamos:

- A introdução dos juros sobre o capital próprio pode ser entendido como uma tentativa de mensuração do custo de oportunidade do capital dos acionistas. Nesse caso, o caráter facultativo prejudica a análise, pois não permite a comparabilidade;
- A necessidade da existência de lucros (imposta pela legislação fiscal) para adoção da prática de contabilização dos juros sobre o capital próprio cria uma condição que prejudica o entendimento anterior, pois se fosse custo de oportunidade, ele existiria independente dos lucros gerados pela empresa;
- A prática não garante a manutenção do capital na empresa, dado que a taxa de juros pode não refletir as variações de preços (inflação), bem como sua adoção é facultativa;
- A adoção da TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo) não reflete a inflação nem os riscos do mercado de capitais, do setor ou da empresa, embora seja prática e objetiva;

Sobre as taxas de juros a serem aplicadas existem algumas indicações que devem ser analisadas, por exemplo:

- Taxa de juros dos investimentos livres de risco – não costuma refletir o retorno que o acionista pretende obter, nem a remuneração oferecida ao capital de terceiros;
- Custo do capital próprio da empresa – teoricamente é a mais adequada, o problema consiste na praticabilidade e objetividade na obtenção;
- Custo do capital de terceiros da empresa – têm como desvantagem o fato de não refletir o custo efetivo do capital global da empresa, contudo manteria o mesmo nível de remuneração para o acionista em relação ao oferecido a terceiros;
- Taxa média do mercado de capitais (geral ou do setor) – dependendo do afastamento entre a empresa específica e a média, as distorções podem prejudicar as análises.

Para Martins (1996, p.430) a adoção dos juros sobre o capital próprio pode ser assim resumida:

Do ponto de vista contábil, a introdução via lei dessa opção, para quem quiser e puder fazer uso, e com todas as limitações, acabou por produzir um monstro, quando poderia ter sido introduzido um conceito totalmente técnico.

Diante do exposto, nossas considerações são de que a forma como foram estabelecidos os juros sobre o capital próprio, prejudica a comparabilidade, dado que são opcionais. Não servem para mensurar o custo de oportunidade, embora tenham como mérito reduzir as distorções tributárias decorrentes da inflação, bem como permitir uma comparação na estrutura de capitais (terceiros e próprios), onde existe uma atribuição de custo para o capital próprio, líquido de efeitos tributários.

3 - ESTUDO DE CASO

Considerando as técnicas e os métodos apresentados para avaliação de empresas, o estudo de caso visa demonstrar a aplicação do fluxo de caixa descontado como método de avaliação de empresas. A escolha desse método justifica-se em função da aplicação prática do modelo e da comparação entre os resultados a serem obtidos com a aplicação desse método e a contabilidade societária avaliada de acordo com os princípios fundamentais de contabilidade, aplicados no Brasil.

Os dados apresentados foram obtidos com base em documentos internos da empresa. Os casos em que foram utilizadas fontes externas estão especificados.

3.1 – Caracterização da Empresa

Histórico

O Grupo KYXW como é mundialmente conhecido tem registrado em sua trajetória momentos relevantes, que proporcionaram um crescimento seqüencial e permitiram que posições importantes fossem conquistadas.

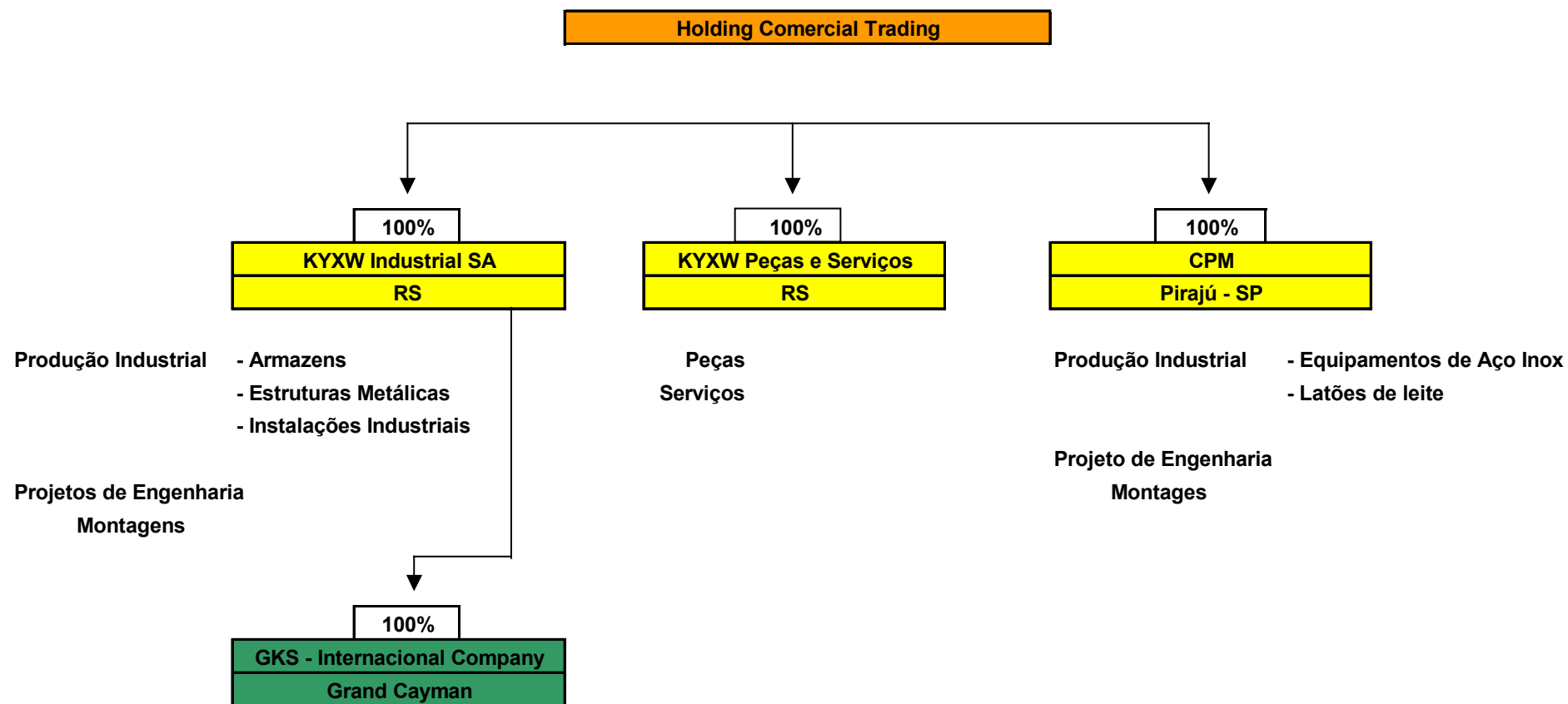
Esta premissa teve sua maior comprovação quando, em fevereiro de 1996, teve seu controle acionário adquirido por investidores institucionais de primeira linha do mercado financeiro e de investimento da América Latina, como **PREVI** – Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil; **AERUS** – Instituto Aerus de Seguridade Social; **SERPROS** – Instituto Serpro de Seguridade Social; **BBDTVM** – BB Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários e **BB FIF LEVERAGE**.

Com isso, um futuro de progresso e desenvolvimento foi vislumbrado, com expectativa de crescimento e ampliação de atividades. Cumprindo essa determinação, em outubro de 1997 o CPM – Centro de Engenharia, Projetos e Montagens Ltda., situado em Pirajú, estado de São Paulo, passou a integrar a

holding, agregando à sua extensa relação de produtos e serviços, também o fornecimento de equipamentos em aço inox para processos industriais.

O grupo surgiu em 12 de maio de 1925, como uma pequena ferraria localizada em “*Neu-Würtemberg*”, cidade distante cerca de 580 km de Porto Alegre, capital do estado do Rio Grande do Sul. O crescimento veio como resultado da vocação industrial, da capacidade de absorver modernas técnicas de gestão e da qualidade que sempre nortearam as suas iniciativas, fazendo, inclusive, com que uma de suas empresas, a KYXW Industrial SA, atingisse o status de líder do segmento de instalações para armazenagem de grãos, no mercado latino-americano.

Quadro 28: Estrutura Societária



Fonte: Dados Internos da Empresa

Quadro 29: Acionistas da KYXW SA (Holding)

Principais Acionistas	Ordinárias		Preferenciais		Total	
	Quantidade	%	Quantidade	%	Quantidade	%
Previ - Caixa Prev. Func. Banco do Brasil	450.000	24,99%	440.000	19,87%	890.000	22,17%
Instituto Aerus de Seguridade Social	450.000	24,99%	463.000	20,91%	913.000	22,74%
Instituto Serpro de Seguridade Social	450.000	24,99%	463.000	20,91%	913.000	22,74%
BB Distrib. Títulos Valores Mobiliários	174.000	9,66%	23.000	1,04%	197.000	4,91%
BB Banco de Investimento SA	175.000	9,72%	-	0,00%	175.000	4,36%
Fundo de Investimento BB Leverage	101.000	5,61%	-	0,00%	101.000	2,52%
Outros	1.000	0,06%	825.000	37,26%	826.000	20,57%
TOTAL	1.801.000	100,00%	2.214.000	100,00%	4.015.000	100,00%

Fonte: Dados Internos da Empresa

3.1.1 - Análise de mercado e projeção da receita bruta

Ao iniciar esse estudo de caso, apresentamos uma descrição sumária do mercado em que a empresa atua, seu posicionamento e suas possibilidades de atuação considerando a situação atual da empresa. A partir dessa apresentação, são elaboradas projeções de receitas, com objetivo de servir como premissas básicas para estabelecer os resultados futuros e seus reflexos nos respectivos fluxos de caixa.

3.1.1.1 - O Setor de armazenagem no Brasil

Os grãos, por sua natureza, conservam a qualidade e a integridade de sua estrutura e conteúdo alimentício por longos períodos de tempo, mesmo sendo submetidos às movimentações aparentemente traumáticas de transporte. Porém, o armazenamento adequado após a colheita é um fator crítico de sucesso para a durabilidade e preservação do grão. Por isso, a armazenagem pós-colheita apropriada é fundamental para preservar o produto por longos períodos de tempo, para ser retirado progressivamente a fim de atender a demanda ao longo do ano.

Além de preservar o grão, a armazenagem também é um importante fator de garantia da estabilidade de mercado e do controle do nível de preços. Quando o produto entra em falta no mercado por ausência de estoques suficientes para garantir o suprimento, a demanda supera a oferta e os preços se elevam, prejudicando principalmente o nível de consumo das classes de mais baixa renda.

Entretanto, a rede armazenadora de grãos em estabelecimentos agropecuários no Brasil é bastante deficitária em diversos aspectos, principalmente quanto à capacidade estática de estocagem instalada, distribuição espacial, tecnologia embarcada e o processo de manuseio da produção agrícola. Existe um déficit da capacidade de armazenagem no Brasil de 25% a 30% da produção anual de grãos, cerca de 20 milhões de toneladas.

O sistema de armazenamento é composto por armazenagem em nível de fazenda, armazenagem coletora, armazenagem intermediária e armazenagem terminal. Como podemos observar na figura a seguir, a estrutura armazenadora brasileira apresenta incoerência, porque apenas 5% da capacidade de armazenagem se encontram na unidade rural, contra 88% nas mãos de intermediários:

Tabela 1: Composição do Sistema de Armazenagem

	Tipos	Composição	Participação sobre a capacidade de armazenagem a granel		
			Brasil	Estados Unidos	Argentina
Sistema de Armazenagem	Armazenagem em nível de fazenda	Armazenagem na propriedade rural, média, grande	5 %	50 % - 60 %	20 % - 30 %
	Armazenagem coletora	Armazenagem em cooperativas, armazéns gerais e comércio	88 %	30 %	25 %
	Armazenagem intermediária	Armazenagens em terminais e intermodais	2 %	10 %	20 %
	Armazenagem terminal	Armazenagem em portos, indústria e comércio	5 %	10 %	10 %

Fonte: Ministério da Agricultura (MA), março de 2000.

Muito tem se discutido quanto aos benefícios do investimento em uma estrutura de armazenagem própria na propriedade rural – para o grande produtor ou para os pequenos agricultores reunidos em condomínios ou associações –, que tendem a provocar mudanças no perfil da estrutura de armazenamento brasileira:

- O produtor pode programar a comercialização da safra, visando obter uma maior rentabilidade;

- O produtor reduz o nível de perdas na produção - por não possuir uma estrutura própria de armazenagem, normalmente perde-se de 25% a 30% de sua produção, desde a fase da colheita até o consumo;
- O produtor reduz o nível de perdas (gastos) com a armazenagem no intermediário, que cobra inúmeras taxas para tal (secagem, remoção de impurezas, etc.);
- O produtor reduz as despesas com frete;
- O produtor pode utilizar o silo como estrutura alternativa de “estocagem-pulmão” - armazenagem provisória, para dar suporte na colheita e no escoamento;

Entretanto, alguns obstáculos dificultam o acesso das soluções de armazenagem própria para o pequeno produtor, tais como:

- O valor do investimento - grande parte dos produtores não tem capacidade financeira para investir na armazenagem privada, pois mal conseguem financiar a própria safra;
- A mudança no processo de colheita e armazenamento, exigindo maior tecnificação da atividade rural;
- Os padrões de controle de qualidade exigem maior competência técnica. Estima-se que aproximadamente 20 milhões de toneladas estão comprometidas por condições técnicas inadequadas de estocagem que prejudicam a qualidade dos grãos.²

² Revista “A Granja”, março de 2000.

3.1.1.2 - A produção de grãos versus capacidade de armazenagem

Segundo a Companhia Nacional de Abastecimento - CONAB, a produção de grãos no Brasil apresentou um crescimento médio de 1,7% ao ano entre os anos de 1995 e 1985. Porém, a partir de 1996, a produção de grãos apresentou taxas mais elevadas de crescimento: 10,6% em 1996/97; 7,0% em 1998/99 e 2,7% em 1999/2000.

Estes aumentos, muito acima do tradicional crescimento vegetativo da produção, deve-se exclusivamente ao aumento da produtividade média das 13 principais culturas de grãos (um aumento de 3,8% ao ano) - enquanto a área plantada foi reduzida à taxa de 1,5% ao ano, no mesmo período (uma retração de aproximadamente 6,4 milhões de hectares). A inserção da produção agrícola brasileira no cenário do comércio internacional tem sido um dos fatores catalisadores dos esforços visando aumentos de produtividade.

Estudos do Instituto de Economia Agrícola de São Paulo estimam que, para o Brasil alcançar as metas governamentais de produção previstas para os próximos anos (100 milhões de toneladas de grãos já para a safra de 2001/2002), o setor primário deverá atingir as seguintes projeções de desempenho que serão alvo das novas ações do Ministério da Agricultura e do Abastecimento:

- Manutenção do crescimento médio anual de 3,8% na produtividade das culturas, saltando de 2.247kg/ha em 1998/99 para 2.512kg/ha em 2001/02;
- Aumento médio anual de 2,9% na área total de plantio das culturas de grãos, refletindo um acréscimo anual de 1,1 milhões de hectares nos próximos 3 anos;
- Assim, projetam-se os seguintes volumes produzidos de grãos: 87,8 milhões de toneladas para o ano 2000, 93,7 milhões para o ano 2001 e 99,6 milhões de toneladas para o ano 2002.

Deste modo, o Instituto de Economia Agrícola de São Paulo e a CONAB estimam que as metas governamentais e os novos incentivos do Governo Federal para o setor primário possibilitem um crescimento anual da produção nacional de grãos da ordem de 6,7%. Em contrapartida, essas mesmas instituições estimam que a capacidade de armazenagem total deve crescer a uma taxa de 5% ao ano (inferior ao ritmo da produção nacional de grãos), mantendo o déficit de armazenagem entre 25% e 30% (em 2004/05, este índice deverá ser de aproximadamente 29%). Este panorama deverá manter o Brasil com capacidade estática para armazenar somente uma safra no máximo - contra 2 a 3 safras sendo constantemente armazenadas nos Estados Unidos.

A figura a seguir apresenta a perspectiva do setor de armazenagem para os próximos 5 anos:

Tabela 2: Comparativo da Produção x Armazenagem

COMPARATIVO PRODUÇÃO x ARMAZENAGEM										
- Em mil Toneladas -										
	95/96	96/97	97/98	98/99	99/00	Projeção				
						2000/2001	2001/2002	2002/2003	2003/2004	2004/2005
Produção Nacional (t)	70.116	77.520	74.623	79.837	81.961	87.452	93.312	99.564	106.234	113.352
Varição %		10,6%	-3,7%	7,0%	2,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Arroz	10.037	9.524	8.463	11.454	11.290	12.046	12.854	13.715	14.634	15.614
Feijão	2.960	2.923	2.206	2.830	2.995	3.196	3.410	3.638	3.882	4.142
Milho	32.405	35.716	30.188	32.612	33.890	36.161	38.583	41.168	43.927	46.870
Soja	23.190	26.160	31.364	30.753	31.443	33.550	35.798	38.196	40.755	43.486
Trigo	1.524	3.197	2.402	2.188	2.343	2.500	2.667	2.846	3.037	3.240
Capacidade Armazenagem (t)				59.986	62.985	66.135	69.441	72.913	76.559	80.387
Varição %					5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Silos				22.218	23.329	24.495	25.720	27.006	28.356	29.774
Graneleiros				37.768	39.656	41.639	43.721	45.907	48.203	50.613
Déficit Produção vs. Capacidade				24,86%	23,15%	24,38%	25,58%	26,77%	27,93%	29,08%
Capacidade Deficitária (ton)				19.851	18.976	21.318	23.870	26.650	29.675	32.965

Fonte: Dados Internos da Empresa

3.1.1.3 - Visão geral da concorrência

A KYXW obteve um market share de 60% no ano de 1999, demonstrando uma superioridade estratégica em relação à concorrência, que apresenta o seguinte perfil geral:

- A concorrência neste setor é bastante pulverizada, contando com mais de 100 empresas participantes. Entretanto, a maioria destas empresas são de pequeno porte e focadas no atendimento de seus mercados locais;
- Em geral, por serem empresas pequenas, estes concorrentes não possuem capital suficiente para viabilizar a compra de insumos em grande quantidade. Por isso, quando conquistam grandes negócios, enfrentam dificuldades para financiar a compra das chapas de aço, por exemplo. Assim, recorrem ao mercado financeiro para obter empréstimos. Mas, como os tempos de produção, entrega e recebimento são longos, acabam entrando em dificuldades financeiras antes mesmo de conseguirem entregar os grandes pedidos;
- O histórico deste mercado indica que o fator decisório de escolha de um fornecedor de silos ainda é preço, sendo a qualidade o segundo principal critério de decisão de compra.

Os principais concorrentes da KYXW neste mercado são os seguintes:

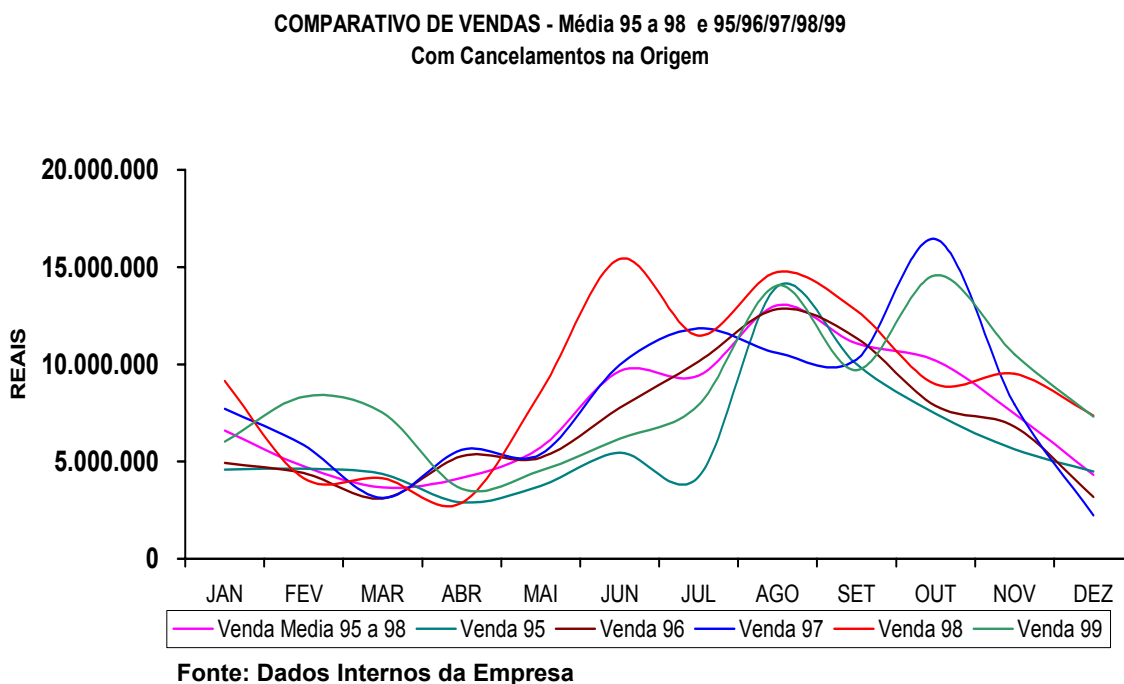
- ROTA – entrou em situação financeira difícil em 1999, provocando a perda do contrato de aliança estratégica com a norte-americana Brock (uma parceria que consistia em uma vantagem competitiva para a Rota);
- GSI – empresa norte-americana que atua no Brasil através da AGROMARAL (um novo entrante posicionado no Rio Grande do Sul);

- BERLHEN – empresa norte-americana, atua no Brasil e na América Latina através de Representantes Locais.

3.1.1.4 - Projeção de receitas KYXW no negócio de armazenagem de grãos

O *core business* da KYXW tem sido representado pela solução integrada de armazenagem para grãos, responsável por cerca de 60% das receitas brutas do negócio (incluindo mercado interno e externo). Uma visão histórica do comportamento das vendas anuais da KYXW, indica que o negócio de armazenagem apresenta uma sazonalidade, correspondente ao período de colheita (safra). Como podemos observar no gráfico de vendas a seguir, o mercado normalmente espera a ocorrência da safra para adquirir sistemas de armazenagem da colheita (normalmente no segundo semestre):

Gráfico 1: Comparativo de Vendas



Para projetar as receitas da KYXW no mercado de armazenagem de grãos, consideramos como premissas a participação da empresa na granelização da produção nacional de grãos e na cobertura da capacidade deficitária – que representa uma demanda reprimida que tende a ser atendida nos próximos anos.

Este mercado poderá ser coberto pela KYXW através dos novos produtos de armazenagem que apresentam preços acessíveis aos pequenos e médios produtores rurais (soluções de armazenagem “Nível Fazenda”).

Projetamos as receitas provenientes da venda de silos para armazenagem de grãos, tomando como base as seguintes premissas:

3.1.1.5 - Premissas para projeção de receitas da venda de silos para armazenagem de grãos:

- Participação da KYXW sobre a produção nacional de grãos variando entre 0,73% a 0,8%a.a. nos próximos 5 anos. Nos últimos três anos, a KYXW tem atingido um desempenho de aproximadamente 0,8% das toneladas vendidas de capacidade de armazenagem sobre a produção nacional de grãos. Assim, estamos estimando um crescimento de desempenho em torno desta média histórica, ou seja, uma manutenção do desempenho atual. Além disso, estamos assumindo, de modo conservador, que a receita de 2000 será equivalente à receita de 1999 (crescimento zero);
- Preços médios constantes. Consideramos uma manutenção do preço médio da tonelada de capacidade de armazenagem vendida para os próximos 5 anos, em R\$ 88,00 a tonelada (este foi o preço médio praticado no ano de 1999).

Assim, a seguinte projeção de receitas apresenta um crescimento anual de 10% a partir de 2001 (valores em milhões de reais):

Quadro 30: Projeção de Receitas de Vendas de Silos para Armazenagem de Grãos

Receita KYXW em Armazenagem de grãos	2000/2001	2001/2002	2002/2003	2003/2004	2004/2005
Cenário conservador (R\$ mil)	56.282	61.910	68.101	74.912	82.403
Penetração s/pro-dução nacional (%)	0,73 %	0,75 %	0,77 %	0,78 %	0,80 %
Penetração s/ produção nacional (t)	638	700	772	829	907
Preço médio constante	88,00	88,00	88,00	88,00	88,00

Fonte: Autor

3.1.1.6 - Projeção de receitas KYXW no negócio de armazenagem de sementes

A KYXW estruturou um núcleo técnico da engenharia para desenvolver soluções específicas para o armazenamento de sementes. Assim, a empresa será uma competidora entrante no mercado de Sementes a partir de 2001, oferecendo soluções de armazenagem para Unidades de Beneficiamento de Sementes.

Os principais clientes da KYXW para este produto são as empresas multinacionais fabricantes de sementes, que utilizam alta tecnologia no processo de fabricação e demandam soluções confiáveis e sofisticadas para armazenamento das sementes produzidas.

As unidades produtoras de sementes requerem investimentos elevados – uma planta multinacional de fabricação de milho híbrido, por exemplo, custa aproximadamente R\$ 15 milhões (conforme estudo interno da KYXW). Deste total, cerca de 20% correspondem a sistemas de armazenagem que podem ser fornecidos pela KYXW.

O mercado de sementes apresenta saltos cíclicos de crescimento em função dos progressos tecnológicos que são periodicamente incorporados ao processo de fabricação – novas sementes requerem novos processos de fabricação, que por sua vez acabam provocando a reestruturação dos sistemas de armazenagem.

Além disso, novos procedimentos de armazenamento de sementes também demandam reestruturações nos sistemas de armazenagem. A ABRATES (Associação Brasileira de Técnicos em Sementes), por exemplo, recomenda a separação das sementes de soja em pelo menos 2 tamanhos, por motivos técnicos – uma recomendação que provoca a demanda pela ampliação das atuais plantas produtoras de sementes.

3.1.1.6.1 - Potencial do mercado de armazenagem de sementes

O potencial de mercado para soluções de armazenamento de sementes foi estimado tomando-se como base duas fontes de demandas já mapeadas pela KYXW:

- Demanda gerada pela construção de novas plantas industriais. Os maiores fabricantes de sementes instalados no Brasil já estão cotando e negociando com a KYXW soluções de armazenagem de sementes para serem entregues em 2000, que apresentam preço aproximado de R\$1,5 milhões por projeto:

<u>Empresa/Projeto</u>	<u>Valor do Projeto em Negociação</u> (R\$ Milhões)
Cargill / Andirá (Monsanto)	1,5
Agroeste / Xanxerê	1,5
Novartis / Norte de Minas	1,5
Total	4,5

- Demanda gerada pelas reformas das plantas industriais já existentes. Empresas proprietárias de 15 unidades produtoras de sementes já estão

projetando ampliações ou reestruturações em suas plantas industriais para os próximos 2 anos: os projetos representam investimentos de R\$ 750 mil em média, por planta, gerando um mercado potencial total de R\$11,25 milhões – somente com estes projetos já anunciados.

Segundo informações apresentadas pelos clientes da KYXW – atuais compradores de soluções para armazenamento de grãos, e que poderão ser clientes potenciais para o mercado de sementes – o mercado de armazenagem de sementes encontra-se “desatendido” pela concorrência:

- Os competidores nacionais são de pequeno porte, e estão apresentando problemas de confiabilidade e solidez financeira (Rota, Roma, Silomax e CWA);
- Os competidores estrangeiros são especializados em linhas específicas e limitadas de equipamentos (não oferecem soluções integradas).

O alto nível de sofisticação e complexidade tecnológica e de processos de uma planta de sementes, aliado ao perfil da concorrência, proporcionam a KYXW um diferencial estratégico que atuará como catalisador do fechamento de negócios neste mercado: soluções “turn-key” com a confiabilidade da marca tradicional KYXW.

3.1.1.6.2 - Premissas para projeção de receitas do mercado de armazenagem de sementes

Baseados nos potenciais dos negócios que já estão em andamento (de alta probabilidade de fechamento) para projetamos as receitas da KYXW para este segmento conforme segue:

Tabela 3: Projeção de Receitas com Armazenagem de Sementes

Receitas com armazenagem sementes	2001	2002	2003	2004
Em R\$ mil	2.000	2.400	2.880	3.456

Fonte: Autor

O Cenário projetado considera um crescimento anual de 20%a.a. das receitas, cerca de 2 vezes a taxa de crescimento anual das receitas com armazenagem de grãos que são conservadoras diante do potencial descrito.

3.1.1.7 - Projeção de receitas KYXW no negócio de armazenagem de café

A KYXW será entrante pioneira no mercado de armazenamento de grãos de café a granel no ano 2001, oferecendo uma nova linha de secadores e silos específicos para este segmento.

A produção nacional de café brasileiro é armazenada em sacos de 60 kg – uma tradição que foi impressa na cultura cafeeira brasileira que ainda se mantém de forma generalizada. Porém, a prática de armazenamento de grãos de café em silos já tem sido verificada com sucesso em países da América Latina – Colômbia, por exemplo – e, há mais tempo nos Estados Unidos e Europa.

A prática de granelização do café deverá ser desenvolvida também no Brasil, como tendência de exigência deste padrão no ambiente do comércio internacional, e devido ao grande apelo que as economias de custos de produção desta modalidade proporcionam ao produtor rural:

Custo da Pega: segundo a COOXUPÉ (Cooperativa responsável por 7% da produção nacional de café), atualmente a movimentação do café em sacos, do armazenamento até a comercialização, exige 12 pegas – isto é, a saca de café é movimentada pela cooperativa em média 12 vezes, a um custo de

R\$ 0,12 por peca, num total de R\$ 1,44 por saca. A granelização de café reduz a quantidade de pegas para somente 1, representando uma redução de custos de R\$1,44 para R\$0,12 por saca. Se tomarmos como exemplo a Cooxupé, que tem uma produção de 2.400.000 sacas, seu custo atual de movimentação de sacos de café é de R\$3.456.000 (R\$1,44 X 2.400.000). A granelização resultaria em custos de R\$ 288.000 (R\$ 0,12 X 2.400.000), proporcionando uma redução de cerca de 92% somente nos custos de movimentação. ³

A KYXW já possui experiências de sucesso no desenvolvimento e implantação de soluções de armazenagem de café na Colômbia, Uganda e Ruanda – estes projetos servirão de referencial para o mercado brasileiro quanto à eficácia já comprovada pela empresa. Além disso, a grande aderência tecnológica da solução de armazenagem de café com a de grãos, conferirá vantagem competitiva para a KYXW.

3.1.1.7.1 - Premissas para projeção de receitas do mercado de armazenagem de café

A projeção da receita bruta proveniente da comercialização de soluções de armazenamento de café a granel, considerou as seguintes premissas principais:

- A produção nacional de café projetada para o ano 2001 (Conab/Didem/Geame) é de 24,8 milhões de sacas de 60 kg, e deverá crescer a uma taxa de 2%aa;
- A capacidade média de uma solução KYXW para armazenamento de café será de aproximadamente 10 mil toneladas, considerada constante no período 2001-2004;

³ Consulta ao site www.cooxupe.com.br

- O preço médio da uma solução KYXW para armazenamento de café será de R\$ 550 mil, considerado constante no período 2001-2004.

Além disso, consideramos como premissa de geração de volumes (toneladas vendidas) um percentual de “granelização” da produção nacional de café pelas soluções de armazenagem KYXW, como segue:

Tabela 4: Projeção de Receitas de Armazenagem do Mercado de Café

Cenário conservador	2001	2002	2003	2004
Produção Nacional de café (sacas 60 Kg)	24.800.000	25.296.000	25.801.920	26.317.958
Penetração KYXW em granelização da produção nacional (%)	1 %	3 %	6 %	9 %
Granelização KYXW da produção nacional (t)	14.880	45.533	92.887	142.117
Capacidade média da solução KYXW (t)	10.000	10.000	10.000	10.000
Preço médio da solução KYXW	550.000	550.000	550.000	550.000
Receita bruta de vendas (R\$ mil)	818	2.504	5.109	7.816

Fonte: Autor

3.1.1.8 - Projeção de desempenho no negócio instalações industriais

A KYXW atua no fornecimento de sistemas completos de armazenagem para instalações industriais em Portos, Armazenamento de Rações, Maltarias e Cervejarias.

3.1.1.8.1 - Projeção de desempenho - portos

A KYXW atua no mercado de sistemas de armazenamento de grãos (a granel) em portos, fornecendo sistemas de “estocagem pulmão” para receber grãos em trânsito.

No ano de 1999, a KYXW atingiu uma receita bruta de R\$ 5,78 milhões, um resultado 58% inferior ao alcançado dois anos antes, em 1997. Os anos de 1996 e 1997 demonstraram o potencial de penetração neste mercado – em 1996, a receita bruta cresceu 198% e, em 1997, aumentou 291% em relação ao ano anterior. O desempenho insatisfatório de 1999 deve-se a mudanças internas na empresa que prejudicaram os esforços comerciais da empresa neste mercado.

O Ministério dos Transportes estima que serão investidos cerca de R\$ 1,01 bilhões entre os anos de 2000 e 2003, um indicador relevante das perspectivas de crescimento do setor – e que exercerá impactos positivos sobre a demanda por instalações industriais de armazenagem nos portos brasileiros. As regiões Sudeste e Nordeste deverão receber os maiores investimentos, respectivamente, como demonstra a figura a seguir:

Estudos internos da KYXW indicam que a empresa detém 50% de market share no negócio de instalações industriais para portos. Os principais concorrentes neste mercado são os seguintes:

Tabela 5: Market Share no Negócio Instalações Industriais para Portos

Concorrentes/Origem	Principais Forças	Principais Fraquezas
Prado (Espanha)	Qualidade dos Produtos	Preço dos Produtos
GSI (EUA)	Soluções de Engenharia	
Comil (Brasil)		
Tecnomoagera (Brasil)		

Fonte: Dados Internos da Empresa

As projeções de receitas brutas são baseadas em levantamentos sobre as negociações já em andamento com clientes da KYXW neste mercado. Após analisar os projetos, o cenário de receitas potenciais que pode ser descrito na tabela a seguir:

Tabela 6: Cenário de Receitas Potenciais no Negócio de Instalações Industriais para Portos

Projetos em andamento ano 2000	Negócios potenciais (R\$ milhões)	Negociações KYXW com alta probabilidade de fechamento (R\$ milhões)
Pasa	4,0	
Rodrimar	5,0	
Copersucar	5,0	
Ceval	2,0	
Cosan 1 e 2	4,0	3,5
Ferronorte	1,0	1,0
ADM	1,0	1,0
Outros		1,1
Total	23,0	6,6

Fonte: Dados Internos da Empresa

3.1.1.8.1.1 - Premissas para projeção de receitas do mercado de instalações industriais – portos

- A receita de 2000 foi projetada com base nos levantamentos dos projetos em negociação que apresentam boa probabilidade de fechamento, conforme demonstrado anteriormente. Portanto, estimamos a receita em R\$6,65 milhões, um valor 15% superior ao registrado em 1999 (que teve um desempenho insatisfatório por motivos extraordinários ao andamento normal das operações da empresa);

- Para o ano de 2001, projetamos o mesmo crescimento observado em 2000 (15%), que é conservador ao analisar-se que existem outros projetos em negociação que não foram considerados no ano 1, além dos investimentos projetados para o setor;
- Para o período de 2002-2004, consideramos um crescimento de 8% a.a. nas receitas, um desempenho equivalente ao crescimento anual projetado para o setor de portos:

Tabela 7: Projeção de Receitas Potenciais no Negócio de Instalações Industriais para Portos

Cenário conservador	2000	2001	2002	2003	2004
Receita bruta de vendas (R\$ mil)	6.650	7.647	8.259	8.920	9.634
Variação	15,0 %	15,0 %	8,0 %	8,0%	8,0%

Fonte: Dados Internos da Empresa

3.1.1.8.2 - Projeção de desempenho – rações

A KYXW atua no fornecimento de sistemas completos de armazenagem de rações em instalações industriais (rações voltadas para criação de aves, suínos, bovinos e outros animais).

O setor de rações é bastante promissor por se tratar de um insumo de demanda crescente, impulsionada pelo avanço da avicultura e criação de suínos e bovinos em confinamento.

Somente a avicultura, por exemplo, tem se consolidado como uma das mais importantes fontes de proteína animal para a população mundial. Segundo o Departamento de Agricultura dos Estados Unidos, a produção mundial de frangos tem crescido sistematicamente nos últimos 30 anos,

saltando de 7,47 milhões de toneladas produzidas em 1970 para 40 milhões de toneladas no final de 1999 (5).

No Brasil, a produção de carne de frango tem crescido em média 8,74% ao ano nos últimos 10 anos – o consumo cresceu 8,55% ao ano e a exportação 10% ao ano no mesmo período. Assim, o Brasil tem se destacado como um dos mais importantes produtores mundiais de carne de frango, perdendo apenas para os Estados Unidos e China – com uma produção anual de 13,2 milhões de toneladas e 5,7 milhões de toneladas, respectivamente. Deste modo, o Brasil contribuiu com 12,8% da produção mundial de carne de frango no ano de 1999.

Por isso, o setor tem anunciado grandes investimentos programados para os próximos anos em instalações industriais para expansão da capacidade produtiva – um forte driver de demanda para os sistemas de armazenagem KYXW.

Segundo levantamentos da área de Marketing da KYXW, dos clientes do setor de rações e de estudos de mercado estão indicando os seguintes investimentos projetados para os próximos 5 anos:

Tabela: 8: Projeção de Investimentos no Setor de Rações

	2000	2001	2002	2003	2004
Investimentos em novas fábricas e modernização das atuais					
R\$ milhões	9,5	10,8	11,7	13,0	14,2

Fonte: Dados Internos da Empresa

Os investimentos projetados para 2000 são 126% superiores aos realizados em 1999, o que demonstra a valorização crescente deste setor.

A KYXW atua neste setor e tem apresentado competitividade crescente, destacando-se o seguinte:

- Capacitação para fornecer soluções integradas “turn-key”. Em janeiro de 1996, a KYXW firmou acordo de parceria tecnológica com a empresa dinamarquesa Sprout-Matador, para a complementação do fornecimento de equipamentos para o mercado de fábricas de rações. A Sprout-Matador pertence ao grupo austríaco Andritz, que apresenta um faturamento superior a US\$ 1 bilhão, com 10 fábricas distribuídas em vários países. Esta aliança estratégica habilitou a KYXW oferecer ao mercado soluções integradas completas de fábricas de rações, com tecnologia de ponta de padrão internacional;
- A KYXW concluiu 3 projetos novos de fábricas de rações – Itambé, Rica Reginavis e Frangosul – que representarão um referencial de mercado para favorecer as negociações com clientes potenciais (neste mercado, possuir um portfólio de obras referenciais constitui um fator crítico de sucesso no fechamento de novos negócios). Além desses projetos, a KYXW possui um referencial internacional, agregado pelo projeto realizado em Barraca Erro no Uruguai no ano de 1998;

Apesar de não existirem dados específicos do mercado de armazenagem no segmento rações, apenas um projeto já negociado e vencido pela KYXW nos oferece um parâmetro de avaliação do potencial deste segmento:

- A KYXW fechou contrato de fornecimento de silos de rações para a Itambé, que já está em andamento. O potencial declarado pela Itambé a KYXW é de investir em 4 mil silos de rações nos próximos 5 anos. Como a KYXW já está fornecendo os silos para Itambé, possui vantagem competitiva natural para se manter como fornecedora para explorar este potencial.

3.1.1.8.2.1 - Premissas para projeção de receitas do mercado de instalações industriais – segmento de rações

As projeções de receitas do primeiro ano (2000) correspondem a R\$ 4,1 milhões e foram determinadas com base em um levantamento de todas as negociações avançadas com alta probabilidade de fechamento, conforme demonstra a tabela a seguir.

Os projetos em negociação avançada, com grande vantagem competitiva para a KYXW, totalizam cerca de R\$ 6,5 milhões, 58% acima do valor adotado para a receita de 2000 (R\$ 4,1 milhões) – nosso critério contemplou maior conservadorismo.

Tabela 9: Cenário de Receitas do Mercado de Instalações Industriais – Segmento Rações

Projetos em andamento ano 2000		Negócios potenciais em 2000 (R\$ milhões)	Negociações com alta probabilidade de fechamento (R\$ milhões)	KYXW
Clientes	Local do projeto			
Comigo	Rio Verde	0,9		
Frangosul	Caxias do Sul	1,0		
Frangosul	Passo Fundo	2,0	2,0	
Seara	Xanxerê	1,0	1,0	
Itambé	Contagem	1,5	1,5	
Carrol's	Diamantino	1,5		
Integral	Goiânia	2,0	2,0	
Carrol's	México	1,7		
Total		11,6		6,5

Fonte: Dados Internos da Empresa

- O Cenário projetado considera que nos dois primeiros anos de projeção a KYXW conseguirá realizar aproximadamente 80% dos projetos em negociação avançada atualmente e com alta probabilidade de fechamento (cerca de 60% em 2000 e 80% em 2001);
- No período de 2002 a 2004, estamos considerando uma previsão conservadora de retração dos investimentos no setor de rações, contemplando um comportamento cíclico dos investimentos (por isso, consideramos uma queda nas receitas deste segmento).

Tabela 10: Projeção de Receitas do Mercado de Instalações Industriais – Segmento Rações

Cenário conservador	2000	2001	2002	2003	2004
Receita bruta de vendas (R\$ mil)	4.101	5.400	5.130	4.874	4.630
Variação	235%	32%	(5,0%)	(5,0%)	(5,0%)

Fonte: Dados Internos da Empresa

3.1.1.8.3 - Projeção de desempenho de instalações industriais – maltarias e cervejarias

A empresa atua no fornecimento de sistemas completos de armazenagem das partes secas de instalações industriais de maltarias e cervejarias. Os sistemas de armazenagem respondem por apenas 1,5% do investimento total de uma fábrica.

O setor de instalações industriais de maltarias e cervejarias tem apresentado crescimentos cíclicos com frequência de 4 anos.

No momento, o setor está em fase de “estagnação” devido ao compasso de espera do desfecho final do caso Ambev. Porém, espera-se que a

aprovação da Ambev deverá gerar movimentos de reavaliação e reestruturação dos concorrentes, que deverão realizar esforços de retaliação (através de novas fusões, por exemplo). Este movimento defensivo deverá provocar novos investimentos em projetos de expansão ou reestruturação de plantas industriais – demandando sistemas de armazenagem.

A KYXW já comercializou, até meados de abril de 2000, R\$ 400 mil em soluções específicas para maltarias e cervejarias. O fechamento de um contrato de parceria estratégica da KYXW com a empresa alemã Krones Seeger, que iniciou operações a partir de maio de 2000, deverá alavancar a venda de equipamentos para as maltarias e cervejarias.

3.1.1.8.3.1 - Premissas para projeção de receitas do mercado de instalações industriais – maltarias e cervejarias

A projeção de receitas brutas do segmento de maltarias e cervejarias considerou taxas de crescimento anuais conservadoras, praticamente acompanhando o crescimento vegetativo das estruturas industriais do setor (em torno de 4% a 5% ao ano):

Tabela 11: Projeção de Receitas para o Mercado de Instalações Industriais – Maltarias e Cervejarias

Cenário conservador	2000	2001	2002	2003	2004
Receita bruta de vendas (R\$ mil)	1.352	1.393	1.435	1.478	1.522
Variação	0,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %

Fonte: Dados Internos da Empresa

3.1.1.9 - Projeção de desempenho – peças e serviços

A KYXW atua no fornecimento de peças de reposição e serviços (instalação e reparos) para sistemas de armazenagem de grãos, e está constituindo uma empresa específica para explorar este segmento.

O negócio de peças e Serviços KYXW é dividido em duas linhas básicas de produtos:

- Peças de reposição da própria KYXW, que incluem serviços de mão-de-obra;
- Distribuição de peças de terceiros (fabricantes Gates e Masterpen): correias, mangueiras e elevadores, entre outros.

A concorrência neste mercado é bastante pulverizada, apresentando o seguinte perfil competitivo:

- Principais pontos fortes da concorrência: rede de distribuição e atendimento comercial;
- Principais pontos fracos da concorrência: prazo de entrega e preços.

3.1.1.9.1 - Premissas para projeção de receitas do mercado de peças e serviços

- As receitas provenientes de serviços foram consideradas somente a partir do ano 2001, ano em que a empresa estará começando a ofertar esses serviços.
- A projeção de receita bruta considerou o levantamento dos negócios em andamento e as previsões conservadoras de vendas para o primeiro ano

(2000). Assim, estimamos que cerca de R\$ 20 milhões apresentam alto potencial de realização em 2000:

- R\$ 11,5 milhões de peças e serviços KYXW;
- R\$ 7,5 milhões de peças e serviços de terceiros;
- R\$ 800 mil em peças e serviços específicos para silos de rações – este mercado apresenta um potencial de crescimento (somente o projeto de instalação de 4 mil silos de rações da Itambé estará gerando um parque instalado de silos bastante considerável que estará gerando demanda por peças e serviços); e
- Os anos seguintes foram projetados a uma taxa de crescimento anual de 5% para peças e 6% para serviços;

Tabela 12: Projeção de Receitas de Peças e Serviços

Cenário conservador	2000	2001	2002	2003	2004
Receita bruta de vendas (R\$ mil)	20.000	22.000	23.110	24.276	25.501
Peças	20.000	21.000	22.050	23.153	24.310
Variação		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Serviços		1.000	1.060	1.124	1.191
Variação			6,0%	6,0%	6,0%

Fonte: Dados Internos da Empresa

3.1.1.10 - Projeção de desempenho no negócio exportação

A KYXW atua no fornecimento de sistemas completos de armazenagem para unidades rurais e instalações industriais para diversos países, através de uma rede estruturada de representantes comerciais exclusivos em seus principais mercados externos, quais sejam:

- Argentina;
- Uruguai;
- Bolívia;
- Chile;
- Peru;
- Paraguai;
- Guiana;
- Venezuela;
- Equador;
- Sudeste Asiático;
- República Dominicana e África

A experiência passada da KYXW neste segmento demonstra que em média 40% das vendas ocorrem no primeiro semestre do ano, e 60% no segundo semestre. O ano de 1999 foi cerca de 32% inferior ao de 1998, mas este desempenho não pode ser utilizado de referência para projetar os anos seguintes devido aos problemas internos da empresa no período 1997-1999 que prejudicaram o desempenho da organização como um todo.

3.1.1.10.1 - Premissas para projeção de receitas do mercado de exportação

A projeção de receita bruta para o ano de 2000 foi determinada através do levantamento, projeto a projeto, das negociações com alto potencial de realização ainda em 2000. Este potencial foi estimado em US\$ 14 milhões, como demonstra o quadro a seguir:

Mercados externos	Negociações KYXW com alta probabilidade de fechamento em 2000 (US\$ milhões)
Argentina	2,8
Argentina (Arrozeiro)	1,0
Uruguai	2,0
Paraguai	1,0
Venezuela	0,3
Bolívia	0,6
América Central	0,2
Equador	0,2
Peru	1,3
Chile	1,5
Guiana	1,0
Colômbia	0,2
África	0,6
Outros	1,3
Total	14,0

- A projeção de receitas do período 2001 a 2004 considerou um crescimento gradual de vendas até que a receita bruta de 2004 atinja o patamar de US\$ 22 milhões alcançados em 1997:

Tabela 13: Projeção de Receitas de Exportação

Cenário conservador	2000	2001	2002	2003	2004
Receita bruta de vendas (R\$ mil)	25.900	28.731	31.871	35.354	39.218
Armazenagem	24.050	26.696	29.632	32.892	36.510
Variação	47,1%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Instalações Industriais	1.850	2.035	2.239	2.462	2.709
Variação		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%

Fonte: Dados Internos da Empresa

3.1.1.11 - Projeção de desempenho no negócio estruturas metálicas

A KYXW identificou uma nova oportunidade de negócio que poderá ser explorada pela empresa com resultados significativos: a fabricação de

estruturas metálicas para o mercado de eletrificação e telecomunicações. Detentora de uma tradicional competência na fabricação de estruturas metálicas para silos e sistemas de armazenagem, a empresa apresenta condições de produzir na sua fábrica, torres elétricas e seus respectivos acessórios.

A KYXW constituiu um núcleo de engenharia específico que já desenvolveu um protótipo bem sucedido de uma torre para eletrificação bastante demandada pelo mercado. Assim, entrará neste mercado ainda no ano de 2000, para aproveitar os grandes investimentos que estão sendo projetados para o setor elétrico, impulsionado pelos processos de privatização das concessionárias de energia elétrica.

Existem na América Latina apenas três unidades de produção de estruturas metálicas: a Sade Inepar, Brametal e ABB. Porém, a competição neste mercado tem se demonstrado regionalizado, e na região sul do país existe um único player atuando neste mercado, a Brametal – trata-se de uma empresa de pequeno porte, de capital fechado e de administração familiar. O principal interesse que motivou a KYXW a analisar este novo mercado é o fato de não apresentar sazonalidade como no segmento de armazenagem. Assim, a competência já consagrada na produção de estruturas metálicas similares permitirá que esta nova unidade de negócios otimize o aproveitamento da estrutura operacional da KYXW, gerenciando de modo eficaz a sazonalidade do mercado de armazenagem.

A KYXW está desenvolvendo projetos de engenharia para a Camargo Correia nesta área, um cliente que apresenta um potencial de compra de 4.600 toneladas de estruturas metálicas nos próximos 18 meses (contrato em negociação, Blumenau Campos Novos).

Para assumir competitividade crescente neste setor, a KYXW está investindo na importação de novas máquinas italianas para expandir a capacidade produtiva neste produto, e estão desenvolvendo uma nova área comercial específica para explorar este segmento de negócios.

Em 2002, a administração da KYXW estima iniciar operações conjuntas com empresas complementares através de alianças estratégicas – como por exemplo, oferecer ao mercado soluções integradas com a Pirelli Cabos Elétricos. Esta estratégia deverá alavancar a competitividade da KYXW no mercado de estruturas metálicas.

3.1.1.11.1 - Premissas para projeção de receitas do mercado de estruturas metálicas

O potencial de mercado para este produto é bastante relevante, se considerarmos os dados já publicados pelas concessionárias de energia elétrica no ano 2000:

- Investimento previsto para o período 1999-2008: 49.175km de eletrificação;
- Toneladas de estruturas metálicas que são consumidas por km: 13 toneladas;
- Por isso, o mercado potencial de estruturas metálicas, em toneladas, no período de 1999-2008 é de 639.275 toneladas;
- O mercado potencial anual será, portanto, de 63.927 toneladas;
- Deste modo, o mercado potencial total para o produto estruturas metálicas da KYXW no período de 2001-2004 é de 255.710 toneladas.

Assim sendo, realizamos uma projeção de volumes vendidos de estruturas metálicas da KYXW no período de 2000 a 2004 através de uma projeção de market share, conforme demonstrada a seguir:

Tabela 14: Cenário do Mercado Potencial de Estruturas Metálicas

Cenário conservador	2000	2001	2002	2003	2004
Potencial de mercado (t/ano)	63.927	63.927	63.927	63.927	63.927
Market Share conservador	4%	9%	13%	17%	22%
Vendas em (t)	2.400	6.000	8.000	11.000	14.000

Fonte: Dados Internos da Empresa

A projeção da receita bruta proveniente da comercialização de estruturas metálicas foi elaborada conforme as projeções de market share apresentadas anteriormente. Considerar como premissas comuns:

- Manutenção dos preços de estruturas metálicas em R\$ 2,00 por tonelada, um valor conservador se considerarmos que o mercado tem praticado valores em torno de R\$ 2,50 por tonelada;
- As receitas de acessórios para as torres elétricas (“Outros”) foram projetadas considerando-se que deverão representar o equivalente à cerca de 6% da receita total de torres elétricas.

Tabela 15: Projeção de Receitas do Mercado de Estruturas Metálicas

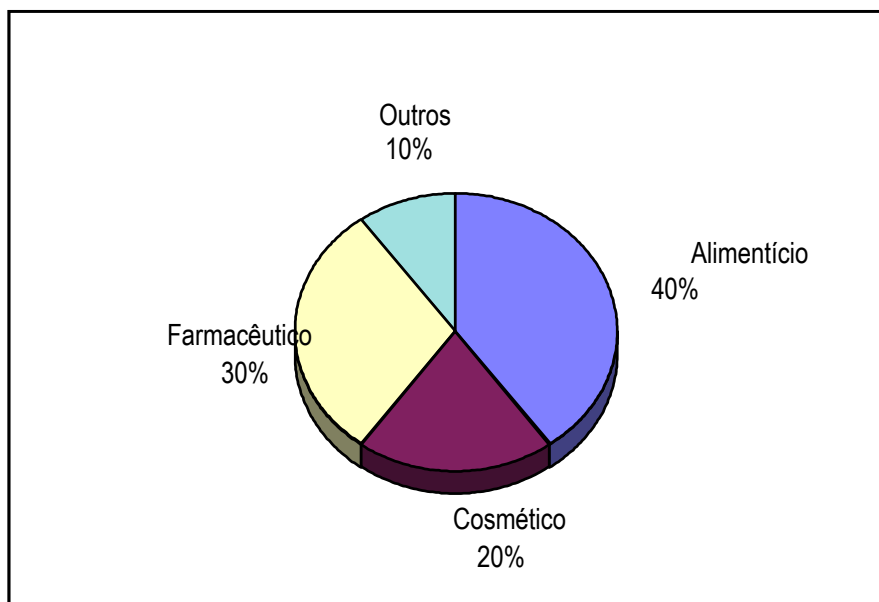
Cenário conservador	2000	2001	2002	2003	2004
Receita bruta de vendas (R\$ mil)	4.800	12.000	16.000	22.000	28.000
Toneladas vendidas ano	2.400	6.000	8.000	11.000	14.000
Toneladas vendidas mês	200	500	667	917	1.167
Preço por tonelada	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Outros (6% de torres elétricas)-R\$ mil	0	720	960	1.320	1.680
Total da receita bruta	4.800	12.720	16.960	23.320	29.680

Fonte: Dados Internos da Empresa

3.1.1.12 - Projeção de desempenho do CPM

Os sistemas de armazenagem em aço inox produzidos e comercializados pelo CPM tem como principais mercados às indústrias alimentícias, cosmética, farmacêutica e, marginalmente, para as indústrias química e petroquímica (tanques de armazenamento de combustível, por exemplo). A participação dos clientes destes segmentos na receita bruta total do CPM pode ser vista pelo gráfico a seguir:

Gráfico 2: Participação dos Setores na Receita do CPM



Fonte: Dados Internos da Empresa

As principais oportunidades de negócios para o CPM estão no negócio de cosméticos, que está em franco processo de expansão através da terceirização da fabricação de produtos ou insumos. Como o CPM já comercializou sistemas de armazenagem para a maioria das empresas contratantes desta indústria, e possui, forte imagem de mercado, pelo histórico da organização, muitos dos terceiros acabam adquirindo soluções CPM para se capacitarem a prestar serviços para seus contratantes. Assim, o mercado de terceiros da indústria de

cosméticos está se tornando uma das mais promissoras fontes de receitas do CPM.

Os principais clientes do CPM são empresas de grande porte, que apresentam por natureza um grande poder de barganha que normalmente vem prejudicando o volume de negócios recorrentes do CPM. Por isso, o CPM tem concentrado sua estratégia também no mercado de empresas de médio porte, para conseguir realizar negócios mais lucrativos para a empresa.

Porém, o CPM tem enfrentado problemas no processo de fabricação dos silos em aço inox devido ao baixíssimo grau de tecnologia embarcada na produção. Estes problemas têm prejudicado a qualidade final dos produtos CPM e provocado insatisfação aos clientes e gerado muitas despesas com re-trabalho dos produtos entregues aos clientes.

Os principais pontos fracos do CPM são os seguintes:

- Qualidade: produtos em não conformidade com o pedido ou apresentando defeitos de fabricação;
- Custos de fabricação elevados: em média, 25% acima da concorrência. Por isso, os preços CPM não são competitivos e prejudicam a eficiência comercial da empresa;
- Tecnologia e processo de fabricação.

Os principais pontos fortes do CPM são os seguintes:

- Tradição: o CPM apresenta uma forte imagem de marca sustentada pela tradição da empresa neste setor;
- Imagem do controlador: a imagem de credibilidade e tradição do nome KYXW também adiciona força à imagem de marca do CPM.

A fim de diversificar sua linha de produtos, o CPM estará lançando em maio de 2000 um novo produto: tanques de leite para armazenagem a 4°C. Esta oportunidade de negócio foi identificada pelo CPM e é reforçada pela perspectiva de aprovação, ainda este ano, de uma nova lei federal que obrigará os fazendeiros do país a armazenar leite em tanques a 4°C, forçando a geração de um novo nicho de mercado.

E para superar os resultados negativos dos últimos anos, o CPM estruturou uma nova rede de representantes nos principais mercados do Brasil: em São Paulo (Capital e Interior), Rio Grande do Sul, Minas Gerais e Bahia. O esforço de vendas do CPM conta agora com 9 pessoas em campo, contra 2 em 1999.

Os principais concorrentes do CPM são a Búfalo, Inoxil, Globo Inox, Martinelli e NG, que apresentam o seguinte perfil competitivo:

- Principais pontos fortes: custos industriais baixos, qualidade e nível tecnológico das plantas industriais;
- Principais pontos fracos: pós-venda (assistência técnica) e estrutura comercial;

3.1.1.12.1 - Premissas para projeção de receitas do mercado de sistema de armazenagem em aço inox

A projeção da receita bruta do CPM foi elaborada a partir de levantamentos dos orçamentos em andamento, o histórico recente da empresa e as perspectivas reais e até mesmo conservadoras da equipe comercial do CPM.

- A receita bruta de 2000 foi estimada a partir das negociações em andamento e das suas perspectivas conservadoras de fechamento. A projeção de receitas brutas para o período 2001 a 2004 considerou uma taxa de

crescimento anual de 2%, factível com o histórico e perspectivas de crescimento proporcionadas pela nova estrutura comercial do CPM;

Tabela 16: Projeção de Receitas do Mercado de Sistema de Armazenamento em Aço Inox

Cenário conservador	2000	2001	2002	2003	2004
Receita bruta de vendas (R\$ mil)	6.487	6.617	6.749	6.884	7.022
Média mensal	541	551	562	574	585
Variação	51,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Fonte: Dados Internos da Empresa

3.1.2 - Outras premissas utilizadas para as projeções

3.1.2.1 - Premissas de projeção de deduções da receita bruta

Os tributos indiretos e devoluções foram calculados sobre os volumes de vendas de cada unidade de negócios, As respectivas alíquotas foram:

Quadro 31: Alíquotas de Deduções da Receita Bruta

	ICMS	IPI	PIS/COFINS	Devoluções	Total
Armazenagem	6,465%	5,00%	3,65%		15,115%
Instalações industriais	8,28%	5,00%	3,65%		16,93%
Peças e serviços	13,80%	-	3,65%	3,395%	20,845%
Exportação			-		
Estruturas metálicas	7,00%	5,00%	3,65%	-	15,65%
CPM	4,85%	5,00%	3,65%	-	13,50%

Fonte: Autor

Está em curso uma operação de reestruturação societária para otimização de tributos indiretos, fazendo com que parte da unidade Peças e Serviços pague ISS (5%).

3.1.2.2 - Premissas para projeção do custo dos produtos vendidos (C.P.V.)

A composição do C.P.V. das unidades de negócios está assim representada:

- **Armazenagem:** o total do C.P.V. representa 67% da receita líquida.

Composição – 41% da receita líquida (R.L.) para matérias primas; 12,9% da R.L. para mão obra – direta; 1,3% da R.L. para terceiros; 2% da R.L. para Fretes e 9% da R.L. para os demais custos.

- **Peças e Serviços:** o total do C.P.V. representa 69,05% da receita líquida

Composição – 51% da R.L. para matérias primas; 8% da R.L. para mão obra – direta; 1,4% da R.L. para terceiros; 3,8% da R.L. para Fretes e 4,36% da R.L. para os demais custos.

- **Instalações Industriais:** o total do C.P.V. representa 74,96% da receita líquida.

Composição – 38% da R.L. para matérias primas; 14,8% da R.L. para mão obra – direta; 4,23% da R.L. para terceiros; 3,35% da R.L. para Fretes e 14,56% da R.L. para os demais custos (principalmente montagem).

- **Exportações:** o total do C.P.V. representa 63,6% da receita líquida

Composição – 41% da R.L. para matérias primas; 10,6% da R.L. para mão obra – direta; 1,5% da R.L. para terceiros; 6,48% da R.L. para Fretes e 3,3% da R.L. para os demais custos.

- **Estruturas Metálicas:** o total do C.P.V. representa 83,86 % da receita líquida.

Composição – 47,4% da R.L. para matérias primas; 8,6% da R.L. para mão obra – direta; 21,9% da R.L. para terceiros; 1,86 % para os demais custos. Como se trata de nova atividade da KYXW, o C.P.V. foi estimado.

- **CPM:**

Em função da reestruturação pela qual vem passando o CEPEN, não é possível, no momento, definir um padrão básico para determinação do C.P.V. desta unidade. Desta forma, estimamos os custos de produção em 98 % da receita líquida.

Composição – 21,75 % da R.L. para matérias-primas; 16,15 % da R.L. para terceiros; 28,80 % da R.L. para mão-de-obra direta; 25 % da R.L. para os demais custos; 6 % da R.L. para custos com projetos.

3.1.2.3 - Premissas para projeção das despesas administrativas e comerciais

Projetadas constantes para o período, com exceção das despesas correlacionadas a comissões de vendas onde foi mantida a correlação porcentual com o total das receitas.

A destacar, as despesas fixas de Pessoal/Benefícios; Gastos Gerais Diversos; Impostos e Taxas.

3.1.2.4 - Premissas para projeção dos investimentos em capital de giro operacional

3.1.2.4.1 - Ativo Circulante Operacional

- **Clientes:** Calculado por unidade de negócios estimando o período médio de recebimento, conforme demonstra o quadro abaixo. A base do dimensionamento é 31/12/1999.
- **Estoques:** Calculado individualmente por unidade de negócios, atingindo na média geral de 72 dias de prazo, conforme padrão histórico

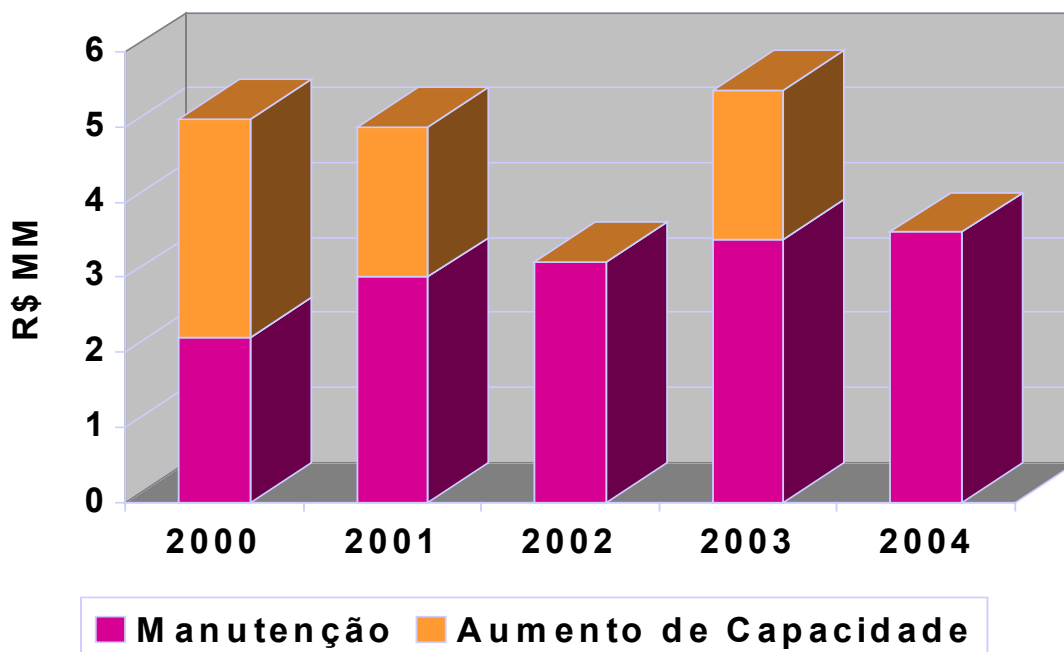
3.1.2.4.2 - Passivo Circulante Operacional

- **Fornecedores:** Considerado com base nos custos e despesas pagas a fornecedores, com um período médio de pagamento de 45 dias. As despesas consideradas são: Matéria Prima; Fretes sobre Vendas; Serviços de terceiros; Gastos Gerais e Diversos.
- **Salários e encargos:** Considerado que pagamento de folha e encargos se dá no mês seguinte, portanto 30 dias de prazo.
- **Obrigações fiscais:** Dimensionados com um período médio de pagamento de 30 dias.
- **ACC:** São empréstimos contraídos junto a bancos que dão suporte a financiamento de exportações. São remunerados com variação cambial mais 1% ao mês. Estimado em função do limite de crédito disponível nos bancos atualmente que é de US\$ 7 MM equivalentes a R\$ 12,6 MM. Consideramos as despesas financeiras deste financiamento como operacionais
- **Adiantamento de Clientes/ Venda para entrega futura:** Mantido o mesmo percentual sobre a receita líquida de 1999 para o período 2000 a 2004.

3.1.2.4.3 - Investimento em gastos de capital

O gráfico abaixo demonstra os investimentos anuais de gastos de capital por natureza.

Gráfico 3: Demonstração dos Investimentos Anuais por Natureza



Fonte: Autor

Os investimentos de manutenção foram dimensionados no nível de depreciação.

Investimentos em aumento de capacidade: em 2000 – R\$ 2.313 mil; 2001 – R\$ 2.000 mil e 2003 – R\$ 2.000 mil foram dimensionados principalmente para aumento da capacidade de produção de estruturas metálicas. Deve-se ressaltar ainda que tais investimentos seriam financiados por FINAME.

No balanço patrimonial de 31 de dezembro de 1999, efetuamos a baixa do realizável a longo prazo no valor de R\$ 29,7 milhões de créditos tributários sobre IRPJ e CS sobre prejuízos a compensar, pois consideramos a base negativa de prejuízos acumulados e de contribuição social abatendo na projeção do fluxo de caixa operacional. Essa prática é comum ser adotada por

analistas econômicos, tendo em vista a necessidade de lucros futuros para realização desse crédito.

Abaixo apresentamos um quadro com a demonstração do fluxo de caixa e da movimentação das principais contas relativas ao endividamento, considerando as seguintes premissas:

- Encargos financeiros - calculados sobre o valor da necessidade/disponibilidade de caixa captando a 21% aa. e remunerando aplicação a 12% aa.;
- Pagamento de juros de debêntures - calculado sobre a posição de 31.12.99;
- Pagamento das debêntures - valor da capitalização das debêntures/juros quando aplicável;
- FINAME - projeção do fluxo de caixa dos financiamentos.
- Parcelamento de impostos - projeção de desembolso de pagamento de parcelamento de impostos.
- Capitalização das debêntures - valor das debêntures que foram capitalizadas;
- Fluxo de caixa total - valor do fluxo de caixa da empresa;
- Endividamento total - total do endividamento da empresa – capital de terceiros menos passivo circulante operacional;
- Instituições Financeiras - saldo de instituições financeiras de curto prazo, positivas se existir necessidades de captação e negativas se existir excesso de caixa;

- ACC - calculado sobre o limite de crédito da empresa (equivalente a US\$ 7,0 milhões);
- Juros de debêntures - calculado sobre o valor de R\$ 5,7 milhões;
- Debêntures - total das debêntures emitidas;
- Exigível a longo prazo - outros endividamentos

Quadro 32: Demonstração do Fluxo de Caixa e do Endividamento Total Projetados

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Fluxo de caixa operacional		(7.830)	3.862	9.940	10.045	14.661
(-) encargos financeiros		(5.258)	(6.137)	(6.413)	(5.855)	(4.815)
(-) pagamentos de juros das debêntures		(5.757)				
(-) pagamento das debêntures		(45.040)				
(-/+ outros		494	1.854	(974)	523	(2.012)
(+) capitalização das debêntures		45.040				
Fluxo de caixa total		(18.351)	(421)	2.553	4.713	7.834
Endividamento total	73.232	43.030	39.300	36.746	32.032	24.197
Inst. Financeiras - CP	7.928	26.279	26.700	24.146	19.432	11.597
ACC	10.850	12.600	12.600	12.600	12.600	12.600
Juros de debêntures	5.757	-	-	-	-	-
Debêntures	45.040	-	-	-	-	-
Outros exigíveis a LP	3.657	4.151	6.005	5.031	5.554	3.542
Estrutura de capital						
Passivo circulante		62.693	67.337	67.913	67.109	63.466
Exigível a longo prazo		4.151	6.005	5.031	5.554	3.542
Patrimônio Líquido		20.009	24.190	30.842	41.021	55.087
Lucro do Período		1.401	4.181	6.651	10.178	14.065

Fonte: Autor

3.1.3 - Técnica adotada no cálculo do valor da empresa – avaliação econômico-financeira

3.1.3.1 - Metodologia

A metodologia utilizada na determinação do valor econômico financeiro da KYXW baseia-se no conceito do valor presente de fluxo de caixa operacional (em moeda real). As informações utilizadas nesta avaliação foram fornecidas pela própria empresa (demonstrativos contábeis e relatórios gerenciais) e em estudos de terceiros sobre os setores de atividade das empresas.

3.1.3.2 - Procedimento utilizado

O Balanço Patrimonial e a Demonstração de Resultado foram projetados com base em premissas que consideram características da empresa, os demonstrativos de partida (balanço patrimonial e demonstrativo de resultados) e seus respectivos ajustes. O período de projeção é de cinco anos, de 2000-2004. A data-base do estudo foi considerada como Dezembro de 1999.

Nas projeções das contas do Balanço Patrimonial, o ajuste entre as contas ativas e passivas é feito mediante variações na conta Disponibilidades, no caso do Ativo ser menor que o Passivo ou, na conta Instituições Financeiras no caso inverso.

Uma vez projetadas as contas Patrimoniais e de Resultado, o Fluxo de Caixa é obtido para cada ano do período de projeção. Ao valor presente deste fluxo (descontado ao custo médio ponderado do capital da empresa) é adicionado o valor presente da perpetuidade após o ano 2005. O resultado deste somatório equivale ao valor operacional da empresa. Em seguida, este valor presente total é ajustado pelos ativos e passivos financeiros e não operacionais da empresa na data-base do estudo.

O valor da empresa é o resultado final líquido após estes ajustes.

3.1.3.3 - Taxa de desconto (Weighted Average Cost of Capital - WACC)

O WACC é a taxa de desconto utilizada para cálculo do valor presente do fluxo de caixa operacional esperado das empresas. A taxa de desconto deve refletir o custo de oportunidade para os provedores de capital (próprio e terceiros), ponderado pela participação relativa de cada um deles no capital total da empresa. Este custo de oportunidade para investidores iguala-se ao retorno esperado para investimentos da mesma classe de risco, sendo calculado após o imposto de renda no caso de terceiros.

Esta taxa de desconto é em função da situação da empresa e do ambiente onde ela se situa. Ao elevado patamar das taxas (tanto de capital próprio como de terceiros) obtidas a partir de diferentes taxas nominais e deflatores associa-se ainda a alta volatilidade.

A estrutura de capital da empresa foi considerada de 50% para capital próprio e 50% para capital de terceiros, sendo esta uma expectativa futura da empresa.

3.1.3.3.1 - Custo de capital de terceiros

O critério para a projeção do custo de oportunidade de capital de terceiros considera uma estrutura constante, apesar de existir uma tendência de declínio da taxa de juros no cenário macro-econômico de longo prazo. A fim de determinar os custos de terceiros, considerou-se o custo de dívida atual da KYXW, de 21% ao ano. Quando considerado líquido do efeito fiscal, é de 13,86% ao ano

3.1.3.3.2 - Custo capital próprio

O custo do capital próprio foi estimado como base na metodologia do CAPM - *Capital Asset Pricing Model*.

Custo de capital próprio = $R_{free} + (E(R_m - R_{free}) * \beta + R_{brasil}$ onde:

- R_{free} - Retorno Médio da Carteira Livre de Risco. O retorno médio da carteira livre de risco foi estimado com base na remuneração dos títulos do Tesouro Norte Americano (*Treasure bills*) de trinta anos, cuja projeção atual é de 6,0% ao ano.
- $E(R_m)$ - Rendimento Médio da Carteira - O rendimento médio da carteira foi estimado com base na (S&P-500). O rendimento nominal médio dos últimos trinta anos foi de 5,5 % ao ano.
- β - Beta - Estimado com base no desempenho médio do mercado norte americano e brasileiro. O beta da empresa foi estimado em 0,33 de forma a refletir o seu grau de risco em relação ao risco de mercado (beta=1,0). Este parâmetro foi obtido junto à empresa CTB – Chore Time Block, com níveis de alavancagem financeira semelhante à estrutura de capital definida.
- R_{brasil} - Risco Brasil - Apurado com base no diferencial da taxa de colocação de títulos privados e governamentais brasileiros em 1999, mais especificamente os Brazilian Global Bond 27, estimado em 7,50% ao ano.

Como consequência, o valor do WACC e o custo de oportunidade de capital próprio e de terceiros são ilustrados na tabela a seguir:

Quadro 33: Cálculo Weighted Average Cost of Capital

Grupo KYXW Cálculo do Weighted Average Cost of Capital	
WACC (%)	14,56%
CUSTO DO CAPITAL DE TERCEIRO (%)	13,86%
Longo prazo	21,00%
Longo prazo exclusive impostos (alíquota=39%)	13,86%
CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO (%)	15,26%
Beta	0,33
Taxa de juros com risco zero	6,00%
Premio de risco	5,50%
Risco Brasil	7,50%
PARTICIPAÇÕES (%)	
Longo prazo	50,00%
Capital próprio	50,00%

Fonte: Autor

3.1.3.4 - Valor da perpetuidade

A estimativa do valor da perpetuidade do fluxo de caixa operacional, após o período de projeção, pode ser efetuada de diversas maneiras. A especificação adotada nesta avaliação é determinada pelo quociente entre o fluxo de caixa disponível para o ano 2004 (o primeiro período depois do término da projeção) e a diferença entre o WACC e a taxa esperada de crescimento (em perpetuidade) do fluxo de caixa de 2,5% ao ano, em função de que em 2004 a empresa ainda não consegue atingir seu máximo potencial.

3.1.3.5 - Valor operacional da empresa (Firm value)

O valor operacional é o valor presente líquido dos fluxos operacionais projetados, descontados ao “WACC” (14,56% a.a.) e, no final do horizonte de projeção acrescidos do valor da perpetuidade.

3.1.3.6 - Valor econômico-financeiro

Somando-se ao valor operacional da empresa ajustes de ativos e passivos financeiros e não operacionais (dívidas, caixa, debêntures), observamos o valor econômico financeiro da KYXW.

3.1.3.6.1 - Projeção de Cenário da Empresa considerando a capitalização de 100% das debêntures e pagamento de juros em março de 2000

Baseado nas análises do mercado considerando as premissas estabelecidas e as projeções da situação patrimonial, de resultados e do fluxo de caixa, foi determinado o valor econômico-financeiro considerando três taxas de descontos, quais sejam: 14,5%(correspondente ao WACC), 13,5% e 15,5%, correspondentes ao acréscimo e ao decréscimo de 1 % sobre a taxa base.

A tabela a seguir demonstra os valores obtidos, sendo que os cálculos referem-se a adoção da técnica do desconto a valor presente para o fluxo de caixa operacional, tomando-se como base o ano de 1999, portanto o fluxo de caixa projetado para o exercício de 2000 corresponde ao primeiro período.

Na determinação do valor da perpetuidade foi considerada a taxa de crescimento constante de 2,5%. Os ajustes referem-se aos saldos das demonstrações contábeis da data base (31 de dezembro de 1999).

Quadro 34: Demonstração do Valor Econômico-Financeiro da Empresa KYXW

Taxa de desconto	13,5 %	14,6 %	15,5 %
Crescimento da perpetuidade	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Valor operacional			
Valor de 2000 a 2004	16.735	16.023	15.344
Valor da perpetuidade	72.999	66.915	61.768
Total	89.733	82.939	77.112
Ajustes			
Caixa e bancos	389	389	389
Realizável a longo prazo	10.288	10.288	10.288
Investimentos	346	346	346
Instituições Financeiras	(8.317)	(8.317)	(8.317)
Juros sobre Debêntures	(5.757)	(5.757)	(5.757)
Exigível a longo prazo	(3.657)	(3.657)	(3.657)
Total	(6.708)	(6.708)	(6.708)
Valor Econômico-Financeiro	83.025	76.231	70.404

Fonte: Autor

Para obter os valores apresentados no quadro acima foram elaboradas várias planilhas auxiliares, as quais serão apresentadas nas Tabelas 18 a 25.

3.2 - Comparação das premissas utilizadas e os resultados efetivos

Através das planilhas comparativas entre as projeções efetuadas e os resultados efetivos dos exercícios de 2000 e de 2001, incluídos nas Tabelas 26 a 29, podemos efetuar as seguintes considerações:

3.2.1 - Receita bruta/líquida

Quadro 35: Comparativo dos Resultados Projetados e os Realizados nos Exercícios de 2000 e 2001

	2000			2001		
	Projetada	Realizada	Variação	Projetada	Realizada	Variação
Receita bruta	125.572	126.823	1.251	149.236	186.664	37.428
Deduções	(16.352)	(17.768)	(1.334)	(19.698)	(23.952)	(5.001)
Receita líquida	109.220	109.055	(165)	129.538	161.846	(32.208)
C.P.V	(75.840)	(76.314)	474	(90.116)	(110.574)	20.458
Lucro Bruto	33.380	32.740	(640)	39.422	51.273	11.851
Despesas operacionais	(25.649)	(23.098)	2.551	(27.019)	(28.407)	(1.388)
Lucro Operacional	7.731	9.642	1.911	12.403	22.866	10.463

Fonte: Autor

3.2.1.1 - Receitas operacionais

O quadro acima demonstra que para o exercício de 2000 as projeções estão próximas aos resultados operacionais efetivamente obtidos. Apesar desse aspecto, quando analisamos as receitas projetadas por segmento de negócio observamos que os segmentos de instalações industriais, estruturas metálicas e as exportações no exercício de 2000, foram aquém das expectativas. Em relação as instalações industriais não ocorreram os investimentos nos portos como haviam sido projetados sendo que foi realizado em torno de 50% do faturamento projetado. No segmento de estruturas metálicas, tendo em vista a expectativa de investimentos do setor elétrico brasileiro, aliado ao fato da empresa estar desenvolvendo os produtos e devido a atrasos ocorridos no cronograma de investimentos, principalmente quanto aos serviços de galvanização, o faturamento não correspondeu a 20% do projetado. As exportações programadas para o exercício de 2000 também não foram atendidas, tendo em vista os problemas ocorridos na Argentina, que representava o principal parceiro no mercado da América Latina. Apesar do andamento abaixo do esperado nesses segmentos, o mercado de armazenagem teve um crescimento que suportou as retrações dos demais

mercados. A armazenagem que representa o carro chefe dos produtos da empresa está atrelada a safra agrícola, a qual teve um crescimento no ano de 2000. Além disso, os agricultores que efetivamente continuam no setor estão buscando maiores investimentos para manter os produtos armazenados nas fazendas.

No exercício de 2001 os mercados de instalações industriais e estruturas metálicas mantiveram-se abaixo das projeções, contudo o faturamento das estruturas metálicas já representou 40% do projetado e demonstrou que possui condições de desenvolvimento atrelado aos investimentos do setor elétrico. A grande superação nesse exercício foi à realização de projeto de exportação para a Venezuela que representou o principal negócio nesse mercado que teve uma realização 61% acima das previsões. O mercado de armazenagem continuou crescendo acima das projeções perfazendo 32% a maior.

3.2.2 - Custo das vendas

Os custos de produção não tiveram grandes variações em relação aos valores projetados. Em termos globais no exercício de 2000 praticamente foram realizados os custos orçados e para 2001 ocorreram aumentos proporcionais ao aumento das operações. Destaca-se que nesse exercício a empresa atingiu sua capacidade plena em pelo menos dois meses do ano, fato que não vinha ocorrendo e que gerava a necessidade de demissões de trabalhadores e sua reposição na época da safra. Ocorreram aumentos de produtividade que permitiram a distribuição de parte do resultado gerado entre os funcionários, além de remunerar juros sobre o capital próprio e dividendos para os acionistas. Esses ganhos de produtividade permitiram que, em termos globais o custo das vendas tenha reduzido cerca de 2% em relação a receita líquida (margem bruta aumentou de 30% para 32% em 2001).

3.2.3 - Despesas e resultado operacionais

As despesas operacionais mantiveram-se dentro das expectativas projetadas. O resultado operacional foi superior ao projetado principalmente em 2001 devido ao aumento das exportações, bem como pelo crescimento do mercado de armazenagem.

3.2.4 - Despesas financeiras

No exercício de 2000 o resultado financeiro foi na ordem de R\$ 7,8 milhões decorrente basicamente da atualização das debêntures ocorrida durante o primeiro semestre. Somente em maio de 2000 foi efetuada a capitalização das debêntures, sendo que estimava-se que no mês de março de 2000 a empresa adotasse essa medida.

Em 2001 o comportamento das despesas financeiras está relacionado a dois aspectos fundamentais. Em primeiro lugar a empresa tem como prática obter recursos através de adiantamentos de contratos de câmbio (ACC). Esses ACC's são atualizados pela variação da taxa de câmbio entre a data de sua obtenção e o momento em que as mercadorias são embarcadas para o exterior. A atualização do passivo gera despesa financeira que é compensada contabilmente com o aumento da exportação, dado que a taxa de câmbio para valorizar os dólares exportados adotada até a data do embarque, serve como base para reconhecimento das receitas. Dessa forma, embora no nível de caixa exista uma antecipação de recursos que são apenas vinculados posteriormente, a linha de despesas financeiras na demonstração do resultado é aumentada, da mesma forma que a receita de exportação. O segundo aspecto refere-se ao fato da administração da empresa, desde o exercício de 2000, mudar a política de aceitação de pedidos de vendas, no que diz respeito aos recebimentos financeiros. Anteriormente, a maior parte dos recebimentos das encomendas ocorria próxima a entrega efetiva dos produtos. Para novos pedidos a administração está solicitando quando do seu aceite, uma antecipação de recursos para realização do processo industrial. Os reflexos da

adoção dessa prática estão demonstrados na comparação do aumento do saldo de obrigações passivas (adiantamentos recebidos de clientes) e da existência de saldos de caixa, tanto em 2000 como em 2001.

3.2.5 - Lucros líquidos dos exercícios

Em decorrência dos aspectos acima comentados os lucros realizados em 2000 e 2001 foram os seguintes:

Tabela 17: Comparação dos Lucros Líquidos Projetados x Resultados dos Exercícios de 2000 e 2001

	2000			2001		
	Projetada	Realizada	Varição	Projetada	Realizada	Varição
Lucro líquido	1.401	1.009	(392)	4.181	12.150	7.969
% s/ receita líquida	1	1		3	8	

Fonte: Autor

3.2.6 - Fluxo de caixa

No exercício de 2000 o principal evento que teve reflexo positivo em termos do fluxo de caixa foi a decisão dos debenturistas em converterem seus títulos em ações incluindo a parcela de juros. Assim em maio de 2000 foi efetuada uma capitalização de R\$ 53 milhões. Essa decisão permitiu que já no exercício de 2000 o fluxo de caixa realizado (investimento em capital de giro operacional) da empresa tenha representado uma redução de R\$ 3.121 mil ao invés de R\$ 12.386 mil que fora projetado. Dessa forma ao final de 2000 a empresa já possuía saldo em caixa ao invés de estar com passivo operacional. Em 2001 essa prática foi mantida gerando R\$ 3.878 mil de aumento no fluxo de caixa total e saldo de R\$ 7.041 mil (caixa/bancos/aplicações financeiras).

4 - CONSIDERAÇÕES FINAIS

Essa dissertação teve o propósito de discutir a aplicação do modelo de avaliação de empresas mais utilizado atualmente (o valor presente do fluxo de caixa descontado). Além disso, comparar os valores resultantes da aplicação desse método com os valores da contabilidade societária de acordo com os princípios de contabilidade aplicáveis no Brasil, para dois períodos (exercícios).

Esse trabalho visa apresentar e discutir os principais aspectos relativos à importância e as limitações da adoção do custo histórico como base de valor. O estudo sobre as principais contribuições da técnica do custo histórico corrigido e do custo corrente também são apresentadas. A avaliação da empresa por valores de realização (mercado) e a reavaliação de ativos, sua importância e a vinculação com os valores de caixa são discutidos de forma específica.

Iniciamos com a discussão sobre a aplicação do critério de custo como base de valor para atender aos princípios contábeis, o qual apresenta como principal limitador o fato de não haver ajustamento para considerar a variação do poder aquisitivo da moeda ao longo do tempo. Esse aspecto deve voltar a discussão, principalmente em razão da aceleração das taxas acumuladas de inflação.

No capítulo sobre o custo corrente e custo corrente corrigido examinamos como essa técnica pode ser eficaz para fins de acompanhamento gerencial das atividades das empresas. Essa técnica fere o princípio do custo histórico, mas é importante para estimar inflação interna/setorial e servir como instrumento de gerenciamento para as empresas.

Em relação aos valores de saída destacam-se as considerações sobre o “goodwill” (inclui o capital intelectual) e o entendimento de Ludícibus (2001) de que deveríamos pelo menos uma vez ao ano fazer o cálculo e compará-lo com as demonstrações contábeis avaliadas a custo histórico para monitorar o seu comportamento, fazendo sua divulgação inicialmente como informação complementar. A reavaliação tem como objetivo tratar os ativos a valores de

mercado e têm a preocupação de que os valores a serem contabilizados sejam realizáveis pela empresa. Caso contrário recomenda-se a constituição de provisão para valores a recuperar. Quanto ao tratamento a ser dado ao custo de oportunidade não há clareza sobre a metodologia a ser adotada, apenas a consciência de que ele deve ser contabilizado de alguma forma. Se utilizássemos a técnica dos juros sobre o capital próprio de forma obrigatória talvez pudéssemos resolver a questão do custo de oportunidade.

A metodologia do valor presente dos fluxos de caixa descontados utiliza o conceito do custo de oportunidade na determinação da taxa de desconto (custo do capital de terceiros+custo do capital próprio).

No caso estudado, apuramos que o valor da empresa foi calculado em R\$ 76,2 milhões no cenário em que a taxa de desconto correspondente ao WACC de 14,5% (taxa de desconto considerando o custo do capital próprio e de terceiros e a estrutura de capitais da empresa) além do crescimento de 2,5%.

O valor do patrimônio líquido contábil em 2001 corresponde a R\$ 65,9 milhões, considerando que estão contabilizados créditos tributários no montante de R\$ 30,8 milhões calculados sobre prejuízos fiscais, cuja expectativa é de realizarem-se até 2006.

Esses valores foram calculados em dois modelos diferentes, quais sejam:

- O valor contábil está de acordo com os princípios contábeis brasileiros, o qual considera essencialmente os valores a custo histórico, exceto o imobilizado que foi reavaliado e quanto ao registro de créditos tributários sobre prejuízos fiscais a serem compensados no futuro, e;
- O valor projetado dos fluxos de caixa futuros descontados a valor presente utilizando-se uma taxa de desconto (WACC) de 14,5% aa. e acrescido da perpetuidade calculada com um crescimento estimado de 2,5% aa. É importante destacar que quanto maior a taxa de desconto menor será o valor

obtido (ver por exemplo, o valor obtido pela utilização da taxa de 15,5% aa. que é de R\$ 70,4 milhões). Se considerarmos que a taxa SELIC em julho de 2002 está fixada em 18% aa, caso utilizássemos essa taxa de desconto o valor obtido seria próximo ao valor do patrimônio líquido contábil da empresa.

Tomando-se como base a comparação dos valores projetados e os realizados no exercício de 2000, os quais não ocorreram diferenças relevantes, podemos concluir que o método de fluxo de caixa utilizado para avaliar empresas deve ser adotado como forma de comparação com a contabilidade a custo histórico, a custo de reposição ou ao valor líquido de realização, considerando que uma empresa vale pelo seu valor líquido de realização na hipótese da descontinuidade de seus negócios de forma ordenada, ou pelo valor de mercado calcado nas expectativas de fluxo de caixa trazidos a valor presente, dos dois o maior.

Na continuidade dos negócios os investidores desejam acompanhar a realização dos lucros, apurados com base no custo histórico e não em projeções futuras de fluxos de caixas descontados a valor presente.

Na comparação dos dois exercícios já realizados com as projeções feitas, observa-se que os valores utilizados nas projeções foram menores do que os realizados pelo custo histórico. Concluímos então, que as projeções pelo método de fluxo de caixa correspondem a tentativa de antecipar o resultado dos lucros futuros que serão apurados na forma tradicional pelo custo histórico no futuro. Assim, a utilização do método do fluxo de caixa descontado não elimina a contabilidade a custo histórico, dado que não se imagina fazer registros de transações contábeis individuais utilizando-se dessa técnica, portanto podemos considerar a utilização do fluxo de caixa descontado como método complementar para avaliação de empresas.

Por fim, dado que a contabilidade é a base para apuração do valor do patrimônio das empresas, mesmo considerando o cunho subjetivo da adoção

de premissas sobre possibilidades futuras, a adoção dessas técnicas de avaliação requerem sobremaneira o exercício de julgamento exaustivo dos profissionais envolvidos. Ética, qualificação e neutralidade são condições impositivas.

Tabela 18 - Balanço Patrimonial Projetado - Ativo

Em R\$ mil	Real	Projetado				
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ativo Circulante						
Caixa e bancos	389					
Aplicações Financeiras						
Clientes	23.883	28.746	34.799	39.186	44.698	50.561
Estoques	16.422	15.066	17.902	19.979	22.575	25.333
Outros	4.540	4.540	4.540	4.540	4.540	4.540
Total	45.234	48.352	57.241	63.705	71.813	80.434
Realizável a Longo Prazo						
IRPJ/CS sobre prejuízos fiscais	28.501					
Outros	10.288	10.288	10.288	10.288	10.288	10.288
Total	38.789	10.288	10.288	10.288	10.288	10.288
Permanente						
Investimentos	346	346	346	346	346	346
Imobilizado	51.024	56.144	61.204	64.424	69.917	73.590
(-) Depreciação acumulada	(27.392)	(30.199)	(33.259)	(36.479)	(39.972)	(43.645)
Diferido	14.596	14.596	14.596	14.596	14.596	14.596
(-) Amortização acumulada	(12.464)	(12.674)	(12.884)	(13.094)	(13.304)	(13.514)
Total	26.110	28.213	30.003	29.793	31.583	31.373
Total Ativo	110.133	86.853	97.532	103.786	113.684	122.095

Tabela 18.1 - Balanço Patrimonial Projetado - Passivo

Em R\$ mil	Real	Projetado				
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Passivo Circulante						
Fornecedores	11.241	9.520	11.168	12.397	13.918	15.532
Instituições Financeiras	8.317	26.279	26.700	24.146	19.432	11.597
ACC	10.850	12.600	12.600	12.600	12.600	12.600
Juros sobre Debêntures	5.757					
Salários e encargos sociais	2.029	1.966	2.154	2.295	2.468	2.654
Obrigações Fiscais	3.476	1.362	1.709	1.958	2.301	2.695
Outros	17.697	10.966	13.006	14.517	16.390	18.388
Total	59.367	62.693	67.337	67.913	67.109	63.466
Exigível a Longo Prazo						
Debêntures	45.040					
Instituições Financeiras	1.761	2.555	4.709	4.035	4.858	3.146
Outros	1.896	1.596	1.296	996	696	396
Total	48.697	4.151	6.005	5.031	5.554	3.542
Patrimônio Líquido						
Capital Social	35.105	80.145	80.145	80.145	80.145	80.145
Reservas	6.360	6.360	6.360	6.360	6.360	6.360
Lucros(prejuízos) acumulados	(39.396)	(66.496)	(62.315)	(55.663)	(45.484)	(31.418)
Total	2.069	20.009	24.190	30.842	41.021	55.087
Total Passivo	110.133	86.853	97.532	103.786	113.684	122.095

Tabela 19 - Demonstração de Resultados Projetados

Em R\$ mil	Real			Projetado		
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Receita Líquida	92.400	109.220	129.538	144.592	163.252	183.142
CPV	(82.666)	(75.840)	(90.116)	(100.574)	(113.639)	(127.525)
Lucro Bruto	9.734	33.380	39.422	44.018	49.613	55.617
% da receita líquida	11	31	30	30	30	30
Despesas operacionais						
Despesas de vendas	(11.963)	(14.722)	(15.905)	(16.791)	(17.885)	(19.050)
Despesas administrativas	(9.318)	(9.438)	(9.514)	(9.594)	(9.681)	(9.772)
Despesa Financeira - ACC		(1.489)	(1.600)	(1.600)	(1.600)	(1.600)
Receitas operacionais	(135)					
Resultado Operacional	(11.682)	7.731	12.403	16.033	20.447	25.195
% da Receita Líquida	(13)	7	10	11	13	14
Resultado Financeiro	(28.204)	(3.472)	(5.515)	(5.665)	(5.124)	(4.133)
Despesa financeira(Debêntures)		(1.534)				
Despesa financeira(FINAME)		(252)	(622)	(748)	(731)	(682)
Outras despesas financeiras (CPMF/Cobrança)		(655)	(777)	(868)	(980)	(1.099)
Lucro antes do IR e CS	(39.886)	1.818	5.489	8.752	13.612	19.281
IR e CS	1	(417)	(1.308)	(2.101)	(3.434)	(5.216)
Lucro Líquido	(39.885)	1.401	4.181	6.651	10.178	14.065
% da Receita Líquida	(43)	1	3	5	6	8

Tabela 19.1 - Determinação da Receita Líquida

Em R\$ mil	Projetado				
	2000	2001	2002	2003	2004
1. Armazenagem					
1.1 Grãos	56.282	61.910	68.101	74.912	82.403
1.2 Sementes		2.000	2.400	2.880	3.456
1.3 Café		818	2.504	5.109	7.816
Total	56.282	64.728	73.005	82.901	93.675
% de deduções = 15,115 %	(8.507)	(9.784)	(11.035)	(12.530)	(14.159)
Receita Líquida	47.775	54.944	61.970	70.371	79.516
2. Peças e serviços	20.000	22.000	23.110	24.276	25.501
% de deduções de devoluções = 3,395 %	(679)	(747)	(785)	(824)	(866)
% de deduções = 20,76 %	(3.490)	(3.839)	(4.033)	(4.236)	(4.450)
Total das deduções	(4.169)	(4.586)	(4.817)	(5.060)	(5.316)
Receita líquida	15.831	17.414	18.293	19.216	20.185
3. Exportação	25.900	28.731	31.871	35.354	39.218
4. Instalações industriais					
4.1 Portos	6.650	7.647	8.259	8.920	9.634
4.2 Rações	4.101	5.400	5.130	4.874	4.630
4.3 Maltarias e cervejarias	1.352	1.393	1.435	1.478	1.522
Total	12.103	14.440	14.824	15.272	15.786
% de deduções = 16,93 %	(2.049)	(2.445)	(2.510)	(2.586)	(2.673)
Receita líquida	10.054	11.995	12.314	12.686	13.113
5. Estruturas metálicas	4.800	12.720	16.960	23.320	29.680
% de deduções = 15,65 %	(751)	(1.991)	(2.654)	(3.650)	(4.645)
Receita líquida	4.049	10.729	14.306	19.670	25.035
6. CPM	6.487	6.617	6.749	6.884	7.022
% de deduções = 13,50 %	(876)	(893)	(911)	(929)	(948)
Receita líquida	5.611	5.724	5.838	5.955	6.074
Total da receita bruta	125.572	149.236	166.519	188.007	210.882
Total deduções impostos	(15.673)	(18.951)	(21.142)	(23.931)	(26.874)
Total deduções devoluções	(679)	(747)	(785)	(824)	(866)
Total da receita líquida	109.220	129.538	144.592	163.252	183.142

Tabela 19.2 - Determinação do Custo de Produção

Em R\$ mil	Projetado				
	2000	2001	2002	2003	2004
1. Armazenagem					
1.1 custo das matérias-primas	19.588	22.527	25.408	28.852	32.602
1.2 serviços de terceiros	621	714	806	915	1.034
1.3 fretes sobre vendas	956	1.099	1.239	1.407	1.590
1.4 outros custos(CIF)	4.682	5.385	6.073	6.896	7.793
1.5 custos de mão-de-obra	6.163	7.088	7.994	9.078	10.258
Total Armazenagem	32.009	36.812	41.520	47.149	53.276
2. Peças e serviços					
2.1 custo das matérias-primas	8.074	8.881	9.329	9.800	10.294
2.2 serviços de terceiros	222	244	256	269	283
2.3 fretes sobre vendas	602	662	695	730	767
2.4 outros custos(CIF)	768	845	887	932	979
2.5 custos de mão-de-obra	1.266	1.393	1.463	1.537	1.615
Total Peças e serviços	10.931	12.024	12.631	13.269	13.938
3. Exportações					
3.1 custo das matérias-primas	10.619	11.780	13.067	14.495	16.079
3.2 serviços de terceiros	389	431	478	530	588
3.3 fretes sobre vendas	1.678	1.862	2.065	2.291	2.541
3.4 outros custos(CIF)	1.041	1.155	1.281	1.421	1.577
3.5 custo de mão-de-obra	2.745	3.045	3.378	3.748	4.157
Total Exportação	16.472	18.273	20.270	22.485	24.943
4. Instalações industriais					
4.1 custo das matérias-primas	3.821	4.558	4.679	4.820	4.983
4.2 serviços de terceiros	425	507	521	537	555
4.3 fretes sobre vendas	337	402	413	425	439
4.4 outros custos(CIF)	1.466	1.749	1.795	1.849	1.912
4.5 custo de mão-de-obra	1.488	1.775	1.822	1.877	1.941
Total Instalações industriais	7.536	8.991	9.231	9.509	9.830
5. Estruturas metálicas					
5.1 custo das matérias-primas	1.919	5.086	6.781	9.324	11.867
5.2 serviços de terceiros	887	2.350	3.133	4.308	5.483
5.3 fretes sobre vendas					
5.4 outros custos(CIF)	237	47	57	69	84
5.5 custo de mão-de-obra	348	923	1.230	1.692	2.153
Total estruturas metálicas	3.391	8.405	11.201	15.392	19.586
6. CPM					
6.1 custo das matérias-primas	1.220	1.245	1.270	1.295	1.321
6.2 serviços de terceiros	906	924	943	962	981
6.3 outros custos(CIF)	1.420	1.448	1.477	1.507	1.537
6.4 Outros custos projetos	337	343	350	357	364
6.5 custo de mão-de-obra	1.616	1.649	1.681	1.715	1.749
Total CPM	5.499	5.610	5.721	5.836	5.953
1. Total das matérias-primas	45.241	54.077	60.534	68.587	77.146
2. Total dos serviços de terceiros	3.449	5.170	6.137	7.520	8.923
3. Total de fretes sobre vendas	3.572	4.024	4.412	4.854	5.338
4. Total de outros custos(CIF)	9.614	10.628	11.570	12.674	13.881
5. Total custos de projetos	337	343	350	357	364
6. Total de custos de MOD	13.627	15.873	17.570	19.647	21.873
Total do custo de produção	75.840	90.116	100.574	113.639	127.525

Tabela 19.3 - Determinação das despesas operacionais

Em R\$ mil	Projetado				
	2000	2001	2002	2003	2004
1. Despesas de vendas					
1.1 Comissões	3.277	3.886	4.338	4.898	5.494
1.2 Recursos humanos	7.842	7.842	7.842	7.842	7.842
1.3 Outras	3.603	4.177	4.611	5.145	5.714
Total	14.722	15.905	16.791	17.885	19.050
2. Despesas Administrativas					
2.1 Recursos humanos	2.127	2.127	2.127	2.127	2.127
2.2 Outros	7.311	7.387	7.467	7.554	7.645
Total	9.438	9.514	9.594	9.681	9.772
3. Despesa financeira					
3.1 ACC	1.489	1.600	1.600	1.600	1.600
Total	25.649	27.019	27.985	29.166	30.422

Tabela 20 - Investimento em Capital de Giro Operacional

Em R\$ mil	Real		Projetado			
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ativo Circulante Operacional						
Clientes	23.883	28.746	34.799	39.186	44.698	50.561
Estoques	16.422	15.066	17.902	19.979	22.575	25.333
Outros	4.540	4.540	4.540	4.540	4.540	4.540
Total	44.845	48.352	57.241	63.705	71.813	80.434
Passivo Circulante Operacional						
Fornecedores	11.241	9.520	11.168	12.397	13.918	15.532
Salários e encargos a pagar	2.029	1.966	2.154	2.295	2.468	2.654
Obrigações Fiscais	3.476	1.362	1.709	1.958	2.301	2.695
ACC	10.850	12.600	12.600	12.600	12.600	12.600
Outros	17.697	10.966	13.006	14.517	16.390	18.388
Total	45.293	36.414	40.637	43.767	47.677	51.869
Capital de giro operacional	(448)	11.938	16.604	19.938	24.136	28.565

Tabela 21 - Fluxo de Caixa Operacional

Em R\$ mil	Real		Projetado			
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Lucro líquido	(39.885)	1.401	4.181	6.651	10.178	14.065
(+)Depreciação		2.807	3.060	3.220	3.493	3.673
(+)Amortização		210	210	210	210	210
(+)Resultado financeiro		3.472	5.515	5.665	5.124	4.133
(+)Despesas debêntures		1.534				
(+)Despesas FINAME		252	622	748	731	682
Fluxo de caixa bruto		9.676	13.588	16.494	19.736	22.763
(-)Variação no capital de giro operacional		(12.386)	(4.666)	(3.334)	(4.198)	(4.429)
(-)Gastos de capital		(5.120)	(5.060)	(3.220)	(5.493)	(3.673)
Fluxo de caixa operacional		(7.830)	3.862	9.940	10.045	14.661
Fluxo de caixa financeiro						
(-)Resultado financeiro		(5.258)	(6.137)	(6.413)	(5.855)	(4.815)
(-)Juros de debêntures		(5.757)				
(-)Debêntures		(45.040)				
(+/-)outros		494	1.854	(974)	523	(2.012)
(+)Variação do capital		45.040				
Fluxo de caixa total		(18.351)	(421)	2.553	4.713	7.834

Tabela 22 - Determinação do Valor Econômico-Financeiro

Em R\$ mil			
Taxa de desconto	13,50%	14,50%	15,50%
Crescimento da perpetuidade	2,50%	2,50%	2,50%
Valor de 2000 a 2004	16.735	16.023	15.344
Valor da perpetuidade	72.999	66.915	61.768
Valor operacional	89.733	82.939	77.112
Ajustes			
Caixa e bancos	389	389	389
Realizável a longo prazo	10.288	10.288	10.288
Investimentos	346	346	346
Instituições Financeiras	(8.317)	(8.317)	(8.317)
Juros sobre debêntures	(5.757)	(5.757)	(5.757)
Exigível a longo prazo	(3.657)	(3.657)	(3.657)
Total	(6.708)	(6.708)	(6.708)
Valor Econômico-Financeiro	83.025	76.231	70.404

Tabela 23 - Projeção das Contas Patrimoniais : Clientes

Em R\$ mil	Projetado				
	2000	2001	2002	2003	2004
Receita Líquida					
1. Armazenagem	47.775	54.945	61.970	70.371	79.516
2. Peças e serviços	15.831	17.414	18.293	19.216	20.186
3. Exportação	25.900	28.731	31.871	35.354	39.218
4. Instalações industriais	10.054	11.995	12.314	12.686	13.113
5. Estruturas metálicas	4.049	10.729	14.306	19.670	25.035
6. CPM	5.611	5.724	5.838	5.955	6.074
Total	109.220	129.538	144.592	163.252	183.142
Período médio de recebimento					
1. Armazenagem	86	86	86	86	86
2. Peças e serviços	30	30	30	30	30
3. Exportação	140	140	140	140	140
4. Instalações industriais	129	129	129	129	129
5. Estruturas metálicas	129	129	129	129	129
6. CPM	57	57	57	57	57
Média ponderada	95	97	98	99	99
Contas a receber					
1. Armazenagem	11.413	13.126	14.804	16.811	18.995
2. Peças e serviços	1.319	1.451	1.524	1.601	1.682
3. Exportação	10.072	11.173	12.394	13.749	15.251
4. Instalações industriais	3.603	4.298	4.413	4.546	4.699
5. Estruturas metálicas	1.451	3.845	5.126	7.048	8.971
6. CPM	888	906	924	943	962
Total	28.746	34.799	39.186	44.698	50.561

Empresa KYXW

182

Tabela 24 - Projeção das Contas Patrimoniais : Estoques

Em R\$ mil	Real 1999	2000	2001	Projetado 2002	2003	2004
CPV	(82.666)	(75.840)	(90.116)	(100.574)	(113.639)	(127.525)
Período médio de estocagem	72	72	72	72	72	72
Estoque	16.422	15.066	17.902	19.979	22.575	25.333

Tabela 25 - Projeção das Contas Patrimoniais : Fornecedores

Em R\$ mil	Real		Projetado			
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Custos e despesas relacionadas fornecedores						
Custos de matérias-primas		(45.241)	(54.077)	(60.534)	(68.587)	(77.146)
Serviços de terceiros		(3.449)	(5.170)	(6.137)	(7.520)	(8.923)
Fretes sobre vendas		(3.572)	(4.024)	(4.412)	(4.854)	(5.338)
GGF produção		(9.614)	(10.629)	(11.571)	(12.674)	(13.881)
GGF projetos		(337)	(343)	(350)	(357)	(364)
Gastos gerais e diversos		(13.943)	(15.102)	(16.168)	(17.349)	(18.605)
Total		(76.156)	(89.345)	(99.172)	(111.341)	(124.257)
Custos e despesas relacionadas com mão-de-obra						
Custos de mão-de-obra		(13.627)	(15.873)	(17.570)	(19.647)	(21.873)
Mão-de-obra nas despesas administrativas e de vendas		(9.969)	(9.969)	(9.969)	(9.969)	(9.969)
Total		(23.596)	(25.842)	(27.539)	(29.616)	(31.842)
Impostos						
Impostos diretos (IR e CS)		(417)	(1.308)	(2.101)	(3.434)	(5.216)
Impostos indiretos		(15.673)	(18.951)	(21.142)	(23.931)	(26.874)
Impostos nas despesas(IPTU)		(248)	(248)	(248)	(248)	(248)
Total		(16.338)	(20.507)	(23.491)	(27.613)	(32.338)
Fornecedores	11.241	9.520	11.168	12.397	13.918	15.532
Salários e encargos sociais	2.029	1.966	2.154	2.295	2.468	2.654
Obrigações fiscais	3.476	1.362	1.709	1.958	2.301	2.695
ACC	10.850	12.600	12.600	12.600	12.600	12.600
Outros (adiantamento de clientes e obras a executar)	17.697	10.966	13.006	14.517	16.390	18.388
Total	45.293	36.413	40.636	43.766	47.677	51.868

Tabela 26 - Balanço Patrimonial Projetado x Realizado - Ativo

Em R\$ mil	1999		2000		2001		Variação
	Real	Projetado	Realizado	Variação	Projetado	Realizado	
Ativo Circulante							
Caixa e bancos	389		3.163	3.163		440	440
Aplicações Financeiras						6.601	6.601
Clientes	23.883	28.746	27.114	(1.632)	34.799	39.048	4.249
Estoques	16.422	15.066	13.221	(1.845)	17.902	23.624	5.722
Outros	4.540	4.540	5.676	1.136	4.540	11.581	7.041
Total	45.234	48.352	49.174	822	57.241	81.294	24.053
Realizável a Longo Prazo							
IRPJ/CS sobre prejuízos fiscais	28.501						
Outros	10.288	10.288	10.230	(58)	10.288	10.442	154
Total	38.789	10.288	10.230	(58)	10.288	10.442	154
Permanente							
Investimentos	346	346	380	34	346	380	34
Imobilizado	51.024	56.144	56.020	(124)	61.204	65.001	3.797
(-) Depreciação acumulada	(27.392)	(30.199)	(32.723)	(2.524)	(33.259)	(35.548)	(2.289)
Diferido	14.596	14.596	16.896	2.300	14.596	19.678	5.082
(-) Amortização acumulada	(12.464)	(12.674)	(13.431)	(757)	(12.884)	(13.739)	(855)
Total	26.110	28.213	27.142	(1.071)	30.003	35.772	5.769
Total Ativo	110.133	86.853	86.546	(307)	97.532	127.508	29.976

Tabela 26.1 - Balanço Patrimonial Projetado x Realizado - Passivo

Em R\$ mil	1999	2000			2001		
		Projetado	Realizado	Varição	Projetado	Realizado	Varição
Passivo Circulante							
Fornecedores	11.241	9.520	19.280	9.760	11.168	9.085	(2.083)
Instituições Financeiras	8.317	26.279		(26.279)	26.700		(26.700)
ACC	10.850	12.600	11.393	(1.207)	12.600	12.197	(403)
Juros sobre Debêntures	5.757			0			0
Salários e encargos sociais	2.029	1.966	2.586	620	2.154	3.302	1.148
Obrigações Fiscais	3.476	1.362	1.729	367	1.709	6.152	4.443
Outros	17.697	10.966	14.592	3.626	13.006	43.854	30.848
Total	59.367	62.693	49.580	(13.113)	67.337	74.590	7.253
Exigível a Longo Prazo							
Debêntures	45.040			0			0
Instituições Financeiras	1.761	2.555	5.539	2.984	4.709	17.086	12.377
Outros	1.896	1.596	1.507	(89)	1.296	726	(570)
Total	48.697	4.151	7.046	2.895	6.005	17.812	11.807
Patrimônio Líquido							
Capital Social	35.105	80.145	51.228	(28.917)	80.145	51.228	(28.917)
Reservas	6.360	6.360	6.095	(265)	6.360	10.297	3.937
Lucros(prejuízos) acumulados	(39.396)	(66.496)	(27.403)	39.093	(62.315)	(26.419)	35.896
Total	2.069	20.009	29.920	9.911	24.190	35.106	10.916
Total Passivo	110.133	86.853	86.546	(307)	97.532	127.508	29.976

Tabela 27 - Demonstração de Resultados Projetados x Realizados

Em R\$ mil	2000				2001		
	1999	projetado	realizado	variação	projetado	realizado	variação
Receita Líquida	92.400	109.220	109.055	(165)	129.538	161.846	32.308
CPV	(82.666)	(75.840)	(76.315)	(475)	(90.116)	(110.573)	(20.457)
Lucro Bruto	9.734	33.380	32.740	(640)	39.422	51.273	11.851
% da receita líquida	11	31	30		30	32	
Despesas operacionais							
Despesas de vendas	(11.963)	(14.722)	(11.522)	3.200	(15.905)	(16.220)	(315)
Despesas administrativas	(9.318)	(9.438)	(9.519)	(81)	(9.514)	(10.010)	(496)
Despesa Financeira - ACC		(1.489)	(2.057)	(568)	(1.600)	(2.177)	(577)
Receitas operacionais	(135)						
Resultado Operacional	(11.682)	7.731	9.642	1.911	12.403	22.866	10.463
% da Receita líquida	(13)	7	9		10	14	
Resultado Financeiro	(28.204)	(3.472)	(7.828)	(4.356)	(5.515)	(8.377)	(2.862)
Despesa financeira(Debêntures)		(1.534)		1.534			0
Despesa financeira(FINAME)		(252)		252	(622)		622
Outras despesas financeiras (CPMF/Cobrança)		(655)		655	(777)		777
Lucro antes do IR e CS	(39.886)	1.818	1.814	(4)	5.489	14.489	9.000
IR e CS	1	(417)	(805)	(388)	(1.308)	(2.339)	(1.031)
Lucro Líquido	(39.885)	1.401	1.009	(392)	4.181	12.150	7.969
% da Receita Líquida	(43)	1	1		3	8	

Tabela 27.1 - Comparação da Receita Líquida Projetada x Realizada

Em R\$ mil	2000			2001		
	Projetado	Realizado	Varição	Projetado	Realizado	Varição
1. Armazenagem						
1.1 Grãos	56.282	71.092	14.810	61.910		
1.2 Sementes				2.000		
1.3 Café				818		
Total	56.282	71.092	14.810	64.728	87.961	23.233
% de deduções = 15,115 %	(8.507)	(10.980)	(2.473)	(9.784)	(15.435)	(5.651)
Receita Líquida	47.775	60.112	12.337	54.944	72.526	17.582
2. Peças e serviços	20.000	22.418	2.418	22.000	25.502	3.502
% de deduções de devoluções = 3,395 %	(679)	(761)	(82)	(747)	(866)	(119)
% de deduções = 20,76 %	(3.490)	(3.912)	(422)	(3.839)	(4.450)	(611)
Total das deduções	(4.169)	(4.673)	(504)	(4.586)	(5.316)	(730)
Receita líquida	15.831	17.745	1.914	17.414	20.186	2.772
3. Exportação	25.900	19.294	(6.606)	28.731	46.209	17.478
4. Instalações industriais						
4.1 portos	6.650			7.647		
4.2 rações	4.101			5.400		
4.3 maltarias e cervejarias	1.352			1.393		
Total	12.103	5.914	(6.189)	14.440	9.349	(5.091)
% de deduções = 16,93 %	(2.049)	(1.001)	1.048	(2.445)	(1.583)	862
Receita líquida	10.054	4.913	(5.141)	11.995	7.766	(4.229)
5. Estruturas metálicas	4.800	906	(3.894)	12.720	4.768	(7.952)
% de deduções = 15,65 %	(751)	(142)	609	(1.991)	(746)	1.244
Receita líquida	4.049	764	(3.285)	10.729	4.022	(6.708)
6. CPM	6.487	7.199	712	6.617	12.875	6.258
% de deduções = 13,50 %	(876)	(972)	(96)	(893)	(1.738)	(845)
Receita líquida	5.611	6.227	616	5.724	11.137	5.413
Total da receita bruta	125.572	126.823	1.251	149.236	186.664	37.428
Total deduções impostos	(15.673)	(17.007)	(1.334)	(18.951)	(23.952)	(5.001)
Total deduções devoluções	(679)	(761)	(82)	(747)	(866)	(119)
Total da receita líquida	109.220	109.055	(165)	129.538	161.846	32.308

Tabela 27.2 - Comparação do Custo de Produção Projetado x Realizado

Em R\$ mil	2000			2001		
	Projetado	Realizado	Varição	Projetado	Realizado	Varição
1. Armazenagem						
1.1 custo das matérias-primas	19.588	17.298	(2.290)	22.527	24.360	1.833
1.2 serviços de terceiros	621	549	(72)	714		(714)
1.3 fretes sobre vendas	956	856	(100)	1.099	1.419	320
1.4 outros custos(CIF)	4.682	5.329	647	5.385	4.077	(1.308)
1.5 custos de mão-de-obra	6.163	8.672	2.509	7.088	11.419	4.331
Total Armazenagem	32.009	32.704	695	36.812	41.275	4.463
2. Peças e serviços						
2.1 custo das matérias-primas	8.074	11.311	3.237	8.881	12.073	3.192
2.2 serviços de terceiros	222	223	1	244	509	265
2.3 fretes sobre vendas	602	526	(76)	662	693	31
2.4 outros custos(CIF)	768	1.074	306	845	1.216	371
2.5 custos de mão-de-obra	1.266	1.775	509	1.393	5.659	4.266
Total Peças e serviços	10.931	14.909	3.978	12.024	20.150	8.126
3. Exportações						
3.1 custo das matérias-primas	10.619	11.792	1.173	11.780	18.874	7.094
3.2 serviços de terceiros	389	289	(99)	431	690	260
3.3 fretes sobre vendas	1.678	1.250	(428)	1.862	3.262	1.400
3.4 outros custos(CIF)	1.041	776	(266)	1.155	4.725	3.570
3.5 custo de mão-de-obra	2.745	2.045	(700)	3.045	4.879	1.834
Total Exportação	16.472	16.152	(320)	18.273	32.431	14.158
4. Instalações industriais						
4.1 custo das matérias-primas	3.821	2.501	(1.320)	4.558	4.882	324
4.2 serviços de terceiros	425	278	(147)	507		(507)
4.3 fretes sobre vendas	337	202	(135)	402	231	(171)
4.4 outros custos(CIF)	1.466	1.960	494	1.749	267	(1.482)
4.5 custo de mão-de-obra	1.488	555	(933)	1.775	2.289	514
Total Instalações industriais	7.536	5.496	(2.040)	8.991	7.669	(1.322)
5. Estruturas metálicas						
5.1 custo das matérias-primas	1.919	542	(1.377)	5.086	2.489	(2.597)
5.2 serviços de terceiros	887	1.250	363	2.350	160	(2.190)
5.3 fretes sobre vendas			0			0
5.4 outros custos(CIF)	237	67	(170)	47	191	144
5.5 custo de mão-de-obra	348	156	(192)	923	1.166	243
Total estruturas metálicas	3.391	2.015	(1.376)	8.405	4.006	(4.399)
6. CPM						
6.1 custo das matérias-primas	1.220	1.215	(6)	1.245	311	(934)
6.2 serviços de terceiros	906	902	(4)	924	1.201	277
6.3 outros custos(CIF)	1.420	977	(443)	1.448	2.382	934
6.4 Outros custos projetos	337	335	(2)	343	343	0
6.5 custo de mão-de-obra	1.616	1.608	(7)	1.649	806	(843)
Total CPM	5.499	5.037	(461)	5.610	5.043	(566)
1. Total das matérias-primas	45.241	44.659	(582)	54.077	62.989	8.912
2. Total dos serviços de terceiros	3.449	3.491	42	5.170	2.560	(2.610)
3. Total de fretes sobre vendas	3.572	2.834	(738)	4.024	5.605	1.581
4. Total de outros custos(CIF)	9.614	10.183	569	10.628	12.858	2.230
5. Total custos de projetos	337	335	(2)	343	343	0
6. Total de custos de MOD	13.627	14.812	1.185	15.873	26.218	10.346
Total do custo de produção	75.840	76.314	474	90.116	110.574	20.458

Tabela 27.3 - Comparação das Despesas Operacionais Projetadas x Realizadas

Em R\$ mil	2000			2001		
	Projetado	Realizado	Varição	Projetado	Realizado	Varição
1. Despesas de vendas						
1.1 Comissões	3.277	5.400	2.123	3.886	6.703	2.817
1.2 Recursos humanos	7.842	4.232	(3.610)	7.842	4.847	(2.995)
1.3 Outras	3.603	1.890	(1.713)	4.177	4.670	493
Total	14.722	11.522	(3.200)	15.905	16.220	315
2. Despesas Administrativas						
2.1 Recursos humanos	2.127	3.013	886	2.127	3.378	1.251
2.2 Outros	7.311	6.506	(805)	7.387	6.632	(755)
Total	9.438	9.519	81	9.514	10.010	496
3. Despesa financeira						
3.1 ACC	1.489	2.057	568	1.600	2.177	577

Tabela 28 - Investimento em Capital de Giro Operacional (Projetado x Realizado)

Em R\$ mil	1999		2000		2001		Variação
	Real	Projetado	Realizado	Variação	Projetado	Realizado	
Ativo Circulante Operacional							
Clientes	23.883	28.746	27.114	(1.632)	34.799	39.048	4.249
Estoques	16.422	15.066	13.221	(1.845)	17.902	23.624	5.722
Outros	4.540	4.540	5.676	1.136	4.540	11.581	7.041
Total	44.845	48.352	46.011	(2.341)	57.241	74.253	17.012
Passivo Circulante Operacional							
Fornecedores	11.241	9.520	19.280	9.760	11.168	9.085	(2.083)
Salários e encargos a pagar	2.029	1.966	2.586	620	2.154	3.302	1.148
Obrigações Fiscais	3.476	1.362	1.729	367	1.709	6.152	4.443
ACC	10.850	12.600	11.393	(1.207)	12.600	12.197	(403)
Outros	17.697	10.966	14.592	3.626	13.006	43.854	30.848
Total	45.293	36.414	49.580	13.166	40.637	74.590	33.953
Capital de giro operacional	(448)	11.938	(3.569)	(15.507)	16.604	(337)	(16.941)

Tabela 29 - Fluxo de Caixa Operacional Projetado x Realizado

Em R\$ mil	2000			2001		
	Projetado	Realizado	Varição	Projetado	Realizado	Varição
Lucro líquido	1.401	1.009	(392)	4.181	12.150	7.969
(+)Depreciação	2.807	2.524	(283)	3.060	2.825	(235)
(+)Amortização	210	757	547	210	308	98
(+)Resultado financeiro	3.472	9.885	6.413	5.515	10.554	5.039
(+)Despesas debêntures	1.534		(1.534)			
(+)Despesas FINAME	252		(252)	622		(622)
Fluxo de caixa bruto	9.676	14.175	4.499	13.588	25.837	12.249
(-)Variação no capital de giro operacional	(12.386)	3.121	15.507	(4.666)	(3.232)	1.434
(-)Gastos de capital	(5.120)	(4.312)	808	(5.060)	(11.763)	(6.703)
Fluxo de caixa operacional	(7.830)	12.984	20.814	3.862	10.842	6.980
Fluxo de caixa financeiro						
(-)Resultado financeiro	(5.258)	(9.885)	(4.627)	(6.137)	(10.554)	(4.417)
(-)Juros de debêntures	(5.757)	(5.757)	0			
(-)Debêntures	(45.040)	(45.040)	0			
(+/-)outros	494	3.389	2.895	1.854	9.513	7.659
(+)Variação do capital	45.040	55.342	10.302		(5.711)	
(-) Redução do realizável a longo prazo		58			(212)	
Fluxo de caixa total	(18.351)	11.091	29.442	(421)	3.878	4.299

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALVAREZ, Ana Maria Arias e SUÁREZ, José Luis García. El capital intelectual : una forma de administrar y cuantificar el valor

ASSAF NETO, Alexandre. A contabilidade e a gestão baseada em valor.

ANTHONY, Robert N. Accounting for the cost of equity. Harvard Business Review, Boston, Harvard University, n.6, p. 88-102, nov.-dec., 1973.

ARIMA, Carlos H.; YOSHITAKE, Mariano. Avaliação patrimonial a valores de entrada e de saída. Trabalho apresentado na disciplina de Avaliação Patrimonial, sob a orientação do Prof. Eliseu Martins – Doutorado em Contabilidade – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo. Universidade de São Paulo, 1987.

BAUM, Marcos Sebastião e SOLDERA, Sérgio Bernardino. Modelos de precificação - contribuições e limitações.

BATISTA, Halcina Melo. Controladoria como chave do processo de gestão e sistemas de informação.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução nº 2.121, de 30 de novembro de 1994.

_____. Circular nº 3082, de 30 de janeiro de 2002.

BRASIL. Congresso Nacional. Lei nº 9.249, de 01 de janeiro de 1996.

_____. Congresso Nacional. Lei nº 7.799, de 10 de julho de 1989.

_____. Congresso Nacional. Lei nº 8.200, de 28 de junho de 1991.

_____. Congresso Nacional. Lei nº 6404, dezembro de 1976.

_____. Congresso Nacional. Lei nº 4357, de 16 de julho de 1964.

_____. Congresso Nacional. Decreto-lei nº 1598, de 1977.

BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. Principles of corporate finance. 5. edição, New York: McGraw-Hill, 1996.

BROWN, Gordon T. Free cash flow appraisal a better way? The appraisal Journal. N° 2, p.171-182, April, 1996.

CALIJURI, Mônica Sionara Schpallir. Preços de transferência: oportunidades e restrições fiscais nas transações internacionais.

COLOMBO RIVERO, Anna Cecília e LEDEZMA TORREALBA, Reinaldo. Modelo de acompañamiento y gestión del costo de capital empleado em la compañía anónima cervecera nacional, Brahma - Venezuela

CATELLI, Armando (Coord.). Controladoria: uma abordagem da gestão econômica – GECON. São Paulo: Atlas, 1999.

COPELAND, Thomas E., WESTON, J. Fred. Financial theory and corporate policy. 3. ed. Califórnia: Addison-Wesley, 1988.

COPELAND, Thomas E., KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. Valuation measuring and managing value of companies. 2 ed. New York. John Wiley, 1994.

CHAMBERS, Raymond J. Accounting, evaluation and economic behavior. Texas: Scholars Book, 1966

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. Deliberação nº 29/86, de 05 de fevereiro de 1986.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução nº 64, de maio de 1987.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução nº 191/92, de 15 de julho de 1992.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Deliberação nº 183, de 19 de junho de 1995.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução nº 371/01.

CFC – Conselho Federal de Contabilidade. Resolução nº 750/93, de 29 de dezembro de 1993.

_____. Conselho Federal de Contabilidade. Resolução nº 774/94, de 16 de dezembro de 1994.

_____. Conselho Federal de Contabilidade. Resolução nº 785/95, de 28 de junho de 1995.

CHATFIELD, Michael. Os princípios contábeis considerados como convenções: A doutrina do conservadorismo. Enfoque – reflexão contábil, nº 2, 1991.

CHAMBERS, Raymond J. Accounting, evaluation and economic behavior. Texas: Scholars Book, 1996.

EIRANOVA, Miguel A. Quanto vale sua empresa, HSM Management nº.13, março-abril 1999.

EHRBAR, Al. EVA - valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

EDWARDS, Edgar O., BELL, Philip W. The theory and measurement of business income. Berkeley, Los Angeles: University of California, 1961.

FASB – Financial Accounting Standards Board. Como são feitas as demonstrações contábeis em moeda constante nos Estados Unidos – Tradução do FASB nº. 89

_____. Financial Accounting Standards Board. Statement on financial accounting concept nº 1. Objectives of financial reporting by business enterprises. Connecticut, 1978.

_____. Financial Accounting Standards Board. Statement on financial accounting concept n° 5. Recognition and measurement in financial statements of business enterprises. Conectient, 1987.

FAVA, Ivete. Custo de reposição para fixação de preço de venda: algumas análises em situação de inflação e em função do fluxo financeiro. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 1989.

GARCIA, Jesus Garcia e ALVAREZ, Eva Suárez. La información contable como fuente de cálculo de magnitudes económicas: el stock de capital.

GITMAN, Lawrence J. Princípios de administração financeira. 7. ed., São Paulo: Harbra, 1997.

GAAP 2000 - A survey of national accounting rules in 53 countries – Pesquisa elaborada pelas principais firmas de auditoria no mundo (Arthur Andersen, BDO, Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young International, Grant Thornton, KPMG e Pricewaterhouse Coopers) com a coordenação do Professor Christopher W. Nobes, University of Reading, Inglaterra.

GODOY Carlos R. Informação contábil e risco.

HIGSON, Chris , ZIMMEMANN, Jochen , ITTNER Christopher D., BARNES, Ronnie , GRIFFIN, Paul, CARSBURG, Bryan , SIMMONDS, Andy , BIRCHER, Paul , ALCIATORE, Mimi . Mastering Management . Caderno Especial publicado no Jornal Gazeta Mercantil contendo os seguintes temas: O problema da contabilidade, Os diferentes centros de controle, Orçamento: noções básicas, Como medir o retorno sobre a qualidade, Contando o custo, Retorno sobre o capital empregado (RSCE), Contabilidade a preços mutáveis, Quanto vale um banco?, Uniformizando normas contábeis ao redor do mundo, resultados discordantes, Regulando os órgãos reguladores, Avaliação de ativos: estudo de casos na indústria de petróleo e gás, Contabilizando os “takeovers”.

HENDRIKSEN, Elton S. VAN BREDA, Michael F. Accounting theory. 5. ed. Chicago: IRWIN, 1992.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. Porque devemos ousar em contabilidade. Boletim do IBRACON, maio de 2001.

_____. Teoria da contabilidade. 5. ed. São Paulo, Atlas, 1997.

IASC – International Accounting Standards Committee. Exposure draft E65 – Agriculture, 1999.

JÚNIOR, Rogério Goulart e QUEIROZ, Antônio Diomário de. Custeio e precificação no ciclo de vida das empresas: estudo de casos múltiplos.

JÚNIOR, Jorge Vieira da Costa; CANABARRO, Reynaldo José e CARDOSO, Ricardo Lopes. Resultados econômico, contábil e financeiro.

JUCÁ, Michele. O valor de uma empresa baseada no fluxo de caixa descontado, Revista Trevisan nº 127, setembro de 1998.

KIESO, Donald E., WEYGANDT, Jerry J. Intermediate accounting. 9. ed. New York: J. Wiley & Sons, 1998.

LEÃO, Luciano de Castro García e RICCIO, Edson Luiz. Valuation of brands: Proposta para mensuração de marcas varejistas e nomes de comércio.

LEÃO, Luciano de Castro Garcia. A determinação do custo médio ponderado do capital em condições de risco.

LEV, Baruch. A matemática da nova economia, HSM Management nº 20, maio-junho 2000.

LOPES, Alexsandro Broedel. Uma análise crítica do arcabouço teórico do SFAS 133: Accounting for derivative instruments and hedging activities. Caderno de Estudos, São Paulo, v.11, nº 22, p.16-29, setembro/dezembro, 1999.

MARTINS, Gilberto de Andrade. Avaliação de periódico brasileiros da área contábil.

MARTINS, Eliseu. Juros sobre o capital próprio. IOB, São Paulo, Boletim 15/83, 1983. Temática Contábil, p.156-159.

_____. Análise da correção monetária das demonstrações financeiras: implicações no lucro e na alavancagem financeira. 2. ed., São Paulo, Atlas, 1985.

_____. Contabilidade de custos. 3. ed., São Paulo, Atlas, 1987.

_____. Por que o balanço não fornece o “valor da empresa”? IOB, São Paulo, Boletim 18/92, 1992. Temática Contábil, p.143-146.

_____. Extinção da correção monetária – os juros sobre o capital próprio (TJLP) e os dividendos (1ª parte), IOB, São Paulo, Boletim 43/96, 1996. Temática Contábil, p. 426-433.

_____. Extinção da correção monetária – os juros sobre o capital próprio (TJLP) e os dividendos (2ª parte), IOB, São Paulo, Boletim 44/96, 1996. Tema Contábil, p.437-446.

_____. Avaliação contábil de estoques industriais: custeio por absorção – custeio direto – ABC – RKW, IOB, São Paulo, Boletim 45/97, 1997. Temática Contábil, p.1-11.

_____. Avaliação de empresas - da mensuração contábil à econômica. Boletim do IBRACON, maio de 2000.

_____. SILVA, Paulo Roberto da; SZUSTER, Natan; RIPAMONTI, Alexandre; NÉLO, Ana Maria; LOPO, Antônio; OLIVEIRA, Edson Ferreira de; BRITO, Lauro; SOUZA, Marcos Antônio; SILVA, Paulo Roberto da; KASSAI, Sílvia; ROSSETTO, Vicente; NOBRE, Waldir; FARIA, Ana Cristina de; BRANDÃO, Claudinei; SCHERER, Egídio L.; BELLI, Juarez; BERNARDO, Mauro; LUSTOSA, Paulo; PONTE, Vera. Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica, FIECAFI. São Paulo, Atlas, 2001.

MATOS, Raïssa Alvares Marujeiro e QUINTANA, Aline Cristina Moreira e MIRANDA, Cláudio de Souza. Aspectos dos custos de segurança no comércio eletrônico via internet.

NEPOMUCENO, Valério. Depreciação, obsolescência e doutrina neopatrimonialista. Boletim do IBRACON, outubro de 2001

NASCIMENTO, Auster Moreira. Uma contribuição para o estudo dos custos de oportunidade. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo, 1998.

NAKAMURA, Wilson Toshiro. Integrando o conceito de valor econômico adicionado em um modelo de contabilidade gerencial.

OLIVEIRA NETO, José Viana de. Programação linear aplicada a custos com o apoio de software.

PADOVEZE, Clóvis Luís. O papel da contabilidade gerencial no processo empresarial de criação de valor. Revista Brasileira de Contabilidade. Páginas 37 a 50.

PACCEZ, João Domiracci, DE LUCA, Márcia Martins Mendes. Custo de oportunidade: conceituação e contabilização. Trabalho apresentado na disciplina Teoria da Avaliação Patrimonial, sob orientação do Prof. Eliseu Martins – Doutorado em Contabilidade – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo. Universidade de São Paulo, 1993.

RABELO, Flávio Marcílio e MACHRY, Manuela Silva. Custeio dos fundos de pensão no Brasil.

RAUPP, Elena Hahn. A contabilidade e o valor real das empresas mediante identificação dos valores internos. Revista Brasileira de Contabilidade. março/abril/2001.

REIS, José Augusto Meirelles e SOUZA, Benedito Felipe de. Capital intelectual uma realidade que deve ser mensurada e registrada nos relatórios contábeis das organizações. Boletim do IBRACON, agosto de 2001.

ROCHA, Joséilton Silveira da e SELIG, Paulo Maurício. Mensuração do capital intelectual X avaliação de empresas.

ROJO, Ignacio Lope. Deficiencias y propuestas de metodologías para mejorar la información financiera externa: Valuerreporting y estados financieros valor razonable.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey F. Administração financeira. São Paulo, Atlas, 1995.

SANTOS, Rogério Ferreira dos . Considerações relevantes para discussão do resultado certo.

SILVA, José Otávio. EVA (Economic Value Added) – a mais nova versão para medir o desempenho da empresa.

SILVA, César Augusto Tibúrcio e CUNHA, Jamerson Reinaux. Questões para avaliação de empresas na nova economia.

SZUSTER, Natan. Análise do lucro passível de distribuição: uma abordagem reconhecendo a manutenção do capital da empresa. Tese (Doutorado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo. Universidade de São Paulo, 1985.

SCHLATTER, C.F., SCHLATTER, W.J. Cost Accountig. 2. ed., New York: John Willey, 1957.

SRF – Secretaria da Receita Federal. Instrução Normativa nº 11/96.

STEWART, T.A. Capital intelectual a nova vantagem competitiva das empresas. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

SPROUSE, Robert T., MOONITZ, Maurice. A tentative set of brad accounting principles for business enterprises. An accounting research study. New York: AICPA nº 03, 1962. Trabalho apresentado na disciplina de Avaliação Patrimonial, sob a orientação do professor Eliseu Martins – Doutorado em Contabilidade – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de São Paulo, 1987.

TINOCO, João Eduardo Prudêncio. Avaliação patrimonial em contabilidade a valores de entrada e de saída. Caderno de Estudos, outubro de 1992.

TOMIYA, Eduardo Heiji. Quanto vale o seu negócio. Revista Trevisan nº 124, junho 1998.

VICENTE, Ernesto Fernan Rodrigues, BONIZIO, Roni Cleber, NAKAO, Silvio Hiroshi. O impacto da não correção monetária na contabilidade gerencial.

WATSON, Donald S., HOLMAN, Mary A. Microeconomia. São Paulo: Saraiva, 1979.

WERNKE, Rodney. Proposta para avaliação de ativos intangíveis. Revista Brasileira de Contabilidade, nº 134, março/abril de 2002.

YIN, Robert K. Estudos de caso. Planejamento e Métodos. 2. ed., Editora Bookmann, 2001.

ZANI, João. Os juros sobre o capital próprio versus a vantagem fiscal do endividamento.