



A CONTRIBUIÇÃO DO GOODWILL NA AVALIAÇÃO DAS EMPRESAS: ESTUDO NA COMPANHIA DE BEBIDAS DAS AMÉRICAS

Sirley Maclaine da Graça¹ Marcos Diego dos Santos²

¹Programa de Pós-Graduação em Ciência da Propriedade Intelectual- PPGPI
Universidade Federal de Sergipe – UFS – São Cristóvão/SE – Brasil
sirleyprofessora@hotmail.com

²Programa de Pós-Graduação em Ciência da Propriedade Intelectual- PPGPI
Universidade Federal de Sergipe – UFS – São Cristóvão/SE – Brasil
msantos6165@gmail.com

Resumo

Como forma de obter vantagem competitiva, algumas empresas estão investindo cada vez mais em ativos incorpóreos. Contudo, os ganhos gerados internamente não são reconhecidos pela contabilidade, ocasionando uma subavaliação no valor da organização. Neste contexto, o objetivo deste artigo é analisar a contribuição dos ativos intangíveis, em especial o goodwill, na valoração das empresas. Para tanto, utilizou-se uma abordagem quantitativa baseada no método de fluxo de caixa descontado para empresa. O estudo foi aplicado às demonstrações financeiras consolidadas da Companhia de Bebidas das Américas. Após análise dos resultados, foi possível constatar a controvérsia no valor encontrado em relação ao real valor de mercado. Portanto, face à subjetividade na mensuração, o modelo não se mostrou acurado. Todavia, evidenciou-se a importância do goodwill na capitalização de mercado.

Palavras-chave: ativo intangível; *Goodwill*; fluxo de caixa descontado; avaliação de empresas.

1 Introdução

O processo de globalização da economia e os avanços na tecnologia da informação instigam uma competitividade cada vez mais acentuada entre as empresas. Para lidar com esse cenário, muitas entidades estão aderindo a um modelo organizacional que contempla uma valorização da mão-de-obra, políticas de relacionamento com os clientes, capacidade de inovação dos produtos, formas diferenciadas de transacionar as mercadorias, propaganda eficaz, respeito ao meio ambiente, responsabilidade social, dentre outros.

Entretanto, os ganhos relativos ao novo paradigma empresarial não são reconhecidos nas demonstrações contábeis, posto que as normas de contabilidade vedam o registro dos benefícios econômicos gerados internamente, salvo quando a empresa, ou parte dela, é alienada.

Ressalta-se que o escopo da contabilidade é produzir e fornecer informações fidedignas sobre o patrimônio organizacional, possibilitando a seus usuários tomarem as melhores decisões na condução dos negócios. No entanto, um dos grandes desafios da ciência contábil é mensurar os ativos incorpóreos que geram valor intrínseco para a companhia, em razão da subjetividade nos métodos de avaliação.

Embora seja de difícil cotação, é inegável que os ativos intangíveis contribuem significativamente na capitalização de mercado das empresas. Dentre os ativos que não possuem substância física encontra-se o *goodwill*.

Neste contexto, o objetivo deste artigo é analisar o método de avaliação do *goodwill* e evidenciar sua importância na valoração das sociedades empresárias. Além disso, discutir os pontos relevantes sobre a contabilização dos ativos intangíveis à luz do Pronunciamento Técnico CPC 04, editado pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC (2010).

Justifica-se a pesquisa pela expressiva disparidade entre os valores contábil e de mercado das empresas, em especial as de capital aberto. Tal discrepância é resultado dos benefícios futuros que a entidade pode proporcionar aos investidores, fazendo com que a sua precificação seja consideravelmente superior ao valor reconhecido contabilmente.

Neste quadro de ideias, a problemática que norteou a investigação da pesquisa foi: há como mensurar o *goodwill* com acurácia, aproximando-o da real cotação de mercado?

2 Referencial Teórico

2.1 Goodwill e Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

Pensar sobre *goodwill* requer uma breve discussão sobre as definições de ativo e suas classificações, bem como os requisitos necessários para o seu efetivo reconhecimento na ótica da ciência contábil.

Para Lopes (2005), são considerados ativos não somente os de propriedade da empresa, como também os controlados por ela em decorrência de fatos passados. Deste modo, as vantagens econômicas por vir sobrepõem à personalidade jurídica do ativo, desde que a empresa detenha o seu controle.

Iudícibus (2006) informa que os ativos são caracterizados pelos fluxos de caixa advindos dos recursos administrados pela organização, seja de forma direta ou indireta. Martins (2010) chama atenção relatando que o conceito trazido por Iudícibus (2006) é amplo, incluindo não somente o patrimônio que tem substância física, como também os imateriais.

Quanto aos intangíveis, Santos (2002) menciona que embora não tenham uma natureza corpórea possibilitam adicionar valor através das normas, manuais, doutrinas, cultura organizacional, como consequência dos investimentos aplicados em marcas, patentes, serviços de relacionamentos com os clientes, capacidade de inovação, responsabilidade socioambiental, etc.

De acordo com o Pronunciamento Técnico CPC 04 (CPC, 2010), um ativo intangível somente deve ser reconhecido se os benefícios econômicos futuros a ele imputado favorecerem a entidade, e que esse ganho seja provável. Além disso, os seus custos devem ser mensurados com confiabilidade, eliminando qualquer subjetividade no método de avaliação.

Segundo o mesmo Pronunciamento, durante o processo de quantificação do intangível devem ser adotadas premissas razoáveis e comprováveis, indicando a melhor estimativa dada às condições de ordem econômica, objetivando empregar um grau de certeza quanto aos possíveis resultados.

Ademais, o Pronunciamento Técnico CPC 04 (CPC, 2010) define critérios para que um ativo seja identificável: é necessário que ele seja separável da entidade, permitindo ser alienado,

licenciado, alugado ou trocado. Outra possibilidade é quando resultar de direitos legais ou contratuais, independentemente de serem desprendidos dos haveres da empresa.

Para Santos (2002), a discussão sobre os ativos incorpóreos surgiu pelo aumento no seu reconhecimento extracontábil, proporcionando uma maior capitalização de mercado para as empresas. O fato de a entidade não reconhecer os ativos intangíveis gerados internamente provoca uma subavaliação no patrimônio da organização.

Contudo, dada a sua mensuração subjetiva, suscita-se incerteza quanto à efetiva realização de prováveis ganhos. No entanto, a complexidade em quantificar um bem intáctil não implica na impossibilidade ou que seja desnecessário avaliá-lo, unicamente torna árdua efetuar comparações entre empreendimentos ao longo do tempo.

Santos (2002) menciona três elementos em que os ativos intangíveis poderiam ser alocados no balanço patrimonial de uma organização, a saber: *competência humana*, que está relacionada com a capacidade dos empregados em criar ativos; *estrutura interna*, corresponde às ações voltadas para ajudar o gestor na hora de tomar decisões, bem como inclui as patentes, marcas, cultura organizacional etc; e *estrutura externa*, atinente à política de relacionamento com os clientes e fornecedores, reputação da empresa, dentre outros.

Todavia, o Pronunciamento Técnico CPC 04 (CPC, 2010) veda o reconhecimento contábil do ágio¹ derivado pela expectativa de rentabilidade futura gerado internamente, sob o argumento de que não é um recurso identificável, controlado e mensurado com confiabilidade.

Dentre os ativos intangíveis não identificáveis e que proporcionam valor de mercado para as empresas está o *goodwill*. Glautier e Underdown (2001) definem-no como o somatório das qualidades imateriais que contribui para o sucesso de um negócio, a exemplo da relação duradoura com os credores, habilidade e perícia dos empregados, boa reputação, etc.

Martins (2010) declara que os atributos do *goodwill* faz com que a empresa possua uma propensão de lucratividade majorada para o setor no qual atua, em virtude da sinergia de múltiplos ativos impalpáveis e que não são identificáveis isoladamente, conforme exigência do Pronunciamento Técnico CPC 04 (CPC, 2010).

O *goodwill* somente será contabilizado nas demonstrações contábeis quando o estabelecimento empresarial for alienado. Neste momento, a adquirente é quem fica responsável pelo registro da diferença entre a contraprestação transferida e os ativos e passivos identificáveis a valor justo, em atendimento ao Pronunciamento Técnico CPC 15 (CPC, 2011), que trata de combinação de negócios.

Para Martins (2010), é a partir da transação de venda que os ativos intangíveis passam a ser avaliados de forma objetiva, como consequência da diferença entre os valores de mercado e contábil. Porém, não implica atestar que o *goodwill* surge no instante da comercialização, mas sim que já existia internamente, muito embora não pudesse ser contabilizado.

Na ótica de Almeida (1997), o *goodwill* pode ser classificado em várias categorias, a saber: *financeiro*, quando a pessoa jurídica tem uma imagem positiva que consegue atrair investidores; *negativo ou badwill*, valor contábil superior à capitalização de mercado; *subjetivo*, espera-se rentabilidade acima do custo de oportunidade; *comprado*, ocasião em que uma firma é adquirida e o valor desembolsado é reservado à conta da empresa compradora.

Além disso, tem o *goodwill comercial*, que se relaciona com a localização do negócio, facilidade de crédito, propaganda eficaz, equipe de colaboradores bem treinados, etc; *industrial*, relativo à facilidade na obtenção de crédito para repor a matéria-prima, cumprimento das obrigações financeiras no prazo, etc; e, por fim, *político*, decorrente da boa relação com o governo.

¹ Segundo o Pronunciamento Técnico CPC 04 (CPC, 2010), ágio é um ativo que representa benefícios econômicos gerados por outros ativos, que não pode ser identificado individualmente e nem contabilizado separadamente.

De acordo com Ornellas (2000), o *goodwill* pode ser agrupado em duas espécies: adquirido e não adquirido. O primeiro refere-se aos ativos que não podem ser identificados, ou seja, ao ágio. Já o segundo é gerado internamente e contabilizado como despesa incorrida no período, em razão do regime contábil de competência.

Deste modo, o *goodwill* está relacionado com o valor de mercado da corporação que excede ao patrimônio líquido registrado pela contabilidade. Portanto, há um nexo de causalidade que envolve a avaliação de empresa e o *goodwill*.

Para Monobe (1986), a ligação acima referida decorre da expectativa de lucros futuros atribuíveis aos ativos intangíveis não identificáveis e não contabilizados, provocando uma subavaliação no patrimônio empresarial. Assim, o valor residual conferido à localização da firma, capital intelectual, efetividade das propagandas, fluidez financeira, embora não sejam mensurados com acurácia, no momento em que a companhia é vendida passa a ser incorporada toda quantia no *goodwill*.

Destarte, é notável a importância do *goodwill* para os investidores, em especial os acionistas, pois revela a capacidade de prover retorno vindouros, o que impacta diretamente na agregação de valor de mercado para a entidade, tornando-se uma informação valiosa para os diversos usuários.

Neste viés, Padovani (2011) menciona que o processo de avaliação das sociedades mercantis vem sendo destaque no meio empresarial, em razão da necessidade de se conhecer o valor do negócio. Essa informação gerencial dá uma visão global do desempenho do empreendimento, auxiliando os dirigentes no processo de tomada de decisões.

2.2 Metodologia

Há diversos métodos disponíveis para precificar uma entidade. Contudo, neste trabalho foi abordado apenas o Fluxo de Caixa Descontado (FCD) que, segundo Santos (2002), é um dos mais usados para se calcular o valor de mercado. Damodaram (2003) ressalta que o FCD é mais indicado para organizações que apresentam fluxos de caixa positivos, os quais podem ser previstos de maneira confiável nos períodos porvir. Trata-se, portanto, de uma abordagem metodológica amplamente empregada por instituições financeiras, empresas de consultoria e demais interessados quando querem analisar a viabilidade dos investimentos.

O FCD parte da proposição largamente acolhida de que o que proporciona valor a uma empresa é a sua propensão em gerar caixa ao longo do tempo. Sendo esses fluxos de ordem positiva, torna-se um indicativo eficaz quanto à disponibilidade de recursos para a entidade e os acionistas. Há duas formas de se mensurar pelo método de FCD, a saber: Fluxo de Caixa Livre para Empresa (FCLE) e Fluxo de Caixa Livre para os Sócios. Esta pesquisa limitou-se apenas em analisar a primeira técnica.

Neste íterim, Padovani (2011) alega que o FCLE representa o que está disponível para liquidar as obrigações assumidas junto aos credores e sócios, desconsiderando a incidência de juros, amortizações e o desembolso com os dividendos. Tem como ponto de partida o lucro líquido dos tributos ajustado a depreciação do imobilizado e amortização do intangível, feita a dedução dos investimentos suplementares no giro e dispêndios com capital, conforme demonstrado na tabela 01.

Tabela 01. Equação do FCLE

Receita Líquida de Vendas
(-) Custos das Vendas
(-) Despesas Operacionais
(=) EBIT (<i>Earning Before Interest and Taxes</i>)
(+) Depreciação/Amortização/ <i>Impairment</i>
(=) EBITDA (<i>Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>)
(-) Tributos sobre o Lucro
(-) Variação na Necessidade de Capital de Giro (NCG)
(-) CAPEX (<i>Capital Expenditures</i>)
(=) Fluxo de Caixa Livre para Empresa

Fonte: Adaptado de Zandonadi, Rogers e Ribeiro (2004)

Feitas essas considerações, a abordagem pelo método de fluxo de caixa livre para empresa é definida matematicamente pela seguinte expressão:

$$VPL = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCLE}{(1 + WACC)^t}$$

Onde,

VPL = Valor Presente Líquido;

FCLE = Fluxo de Caixa Livre para a Empresa no período t;

WACC = *Weighted Average Cost of Capital*, que representa a taxa de desconto em uma estrutura mista de capital (terceiros e próprio), considerando os custos do patrimônio líquido e das dívidas. Por sua vez, o WACC é definido pela fórmula abaixo:

$$WACC = k_1 * \frac{PO}{PL} + k_2 * \frac{PL}{PO}$$

Sendo que,

k_1 = Custo das dívidas (a razão entre os juros e o principal na utilização do passivo oneroso);

PO = Passivo Oneroso (empréstimos, financiamentos e debêntures);

PL = Patrimônio Líquido;

k_2 = Custo do capital próprio

De acordo com Endler (2004), o custo de capital próprio (k_2) é a taxa requerida pelos investidores para realizar um investimento patrimonial na entidade. Caso o efetivo retorno seja inferior à taxa exigida, o acionista exercerá sua opção de investir no mercado financeiro. Damodaram (2003) diz que o método mais prescrito para quantificar o custo do capital próprio é o modelo baseado no risco e retorno, cujo preferido é o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), dado pela subseqüente equação:

$$E(R_i) = R_f + \beta_{im} * [E(R_m) - R_f]$$

Em que,

$E(R_i)$ = Retorno esperado de um certo ativo ou portfólio;

R_f = Taxa de juros livre de risco;

β_{im} = Coeficiente beta, que mede a sensibilidade dos retornos do ativo em relação ao mercado,

e é definido por: $\beta_{im} = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$;

$E(R_m)$ = Retorno esperado do mercado.

Ao findar o período de projeção, a entidade, via de regra, não entra em liquidação. Portanto, é crucial estimar os fluxos de caixa que vão além da projeção confiável, a chamada perpetuidade ou valor residual. Neste, são feitas premissas acerca do crescimento de todos os fluxos porvir, os quais são transformados em apenas um, como se fosse gerado no período posterior ao término da projeção. Para encontrar a perpetuidade, usa-se a seguinte fórmula:

$$V_c = \frac{FCLE_p * (1 + g)}{WACC - g}$$

Onde,

V_c = Valor residual ou perpetuidade;

$FCLE_p$ = Fluxo de caixa livre da empresa do último ano de projeção;

WACC = Custo médio ponderado de capital;

g = Taxa de crescimento da perpetuidade.

Para Damodaram (2003), o valor da entidade é representado pelo somatório do valor presente dos fluxos de caixa com a perpetuidade. Ou seja, ambos devem ser trazidos à valor atual por meio da taxa de desconto (WACC). Matematicamente é expresso:

$$VE = \sum_{n=1}^T \frac{FCLE_n}{(1 + WACC)^n} + \frac{FCLE_p * (1 + g)}{WACC - g}$$

Em que,

VE = Valor da empresa;

n = período do fluxo de caixa;

t = número de período da projeção.

Feitas essas considerações, o valor do *goodwill* representa a diferença positiva entre o VE e o patrimônio líquido contábil. Caso essa dissemelhança seja negativa, a empresa terá um *badwill*.

2.3 Resultados e Discussões

Fundada no ano de 1999, a Companhia de Bebida das Américas (AMBEV) surgiu da fusão das cervejarias Brahma e Antarctica, impulsionando o setor de bebidas no mercado brasileiro. Atualmente, segundo informações coletadas em seu site oficial, a AMBEV é parte integrante do *Anheuser-Busch Inbev S.A*, maior grupo cervejeiro do mundo.

A AMBEV é uma sociedade anônima de capital aberto que opera em 19 (dezenove) países das Américas. Os produtos comercializados estão distribuídos em 30 (trinta) marcas de bebidas, que são produzidos nas 32 (trinta e duas) fábricas e 02 (duas) maltarias instaladas no Brasil. O principal negócio da empresa é a venda de cervejas na qual é líder em diversos segmentos, tendo como carro-chefe a Skol, Brahma, Antarctica dentre outras.

Segundo dados da Consultoria Econômica, desde o final do ano de 2012 a AmBev é considerada a empresa com maior valor de mercado da América Latina. Este foi o principal motivo em escolhê-la nesta pesquisa para aplicação do método de avaliação de *goodwill*, focado no fluxo de caixa descontado.

Inicialmente, foram coletadas as informações financeiras e econômicas necessárias à realização dos cálculos, extraídas das demonstrações financeiras consolidadas da AMBEV, referentes aos anos de 2012 a 2016, conforme consta nas tabelas 02 e 03.

Tabela 02. Balanço patrimonial, em milhões de reais.

Descrição das contas	2016	2015	2014	2013	2012
ATIVO	83.841,4	90.176,2	72.143,2	69.085,2	62.218,6
Circulante	23.886,8	28.314,5	20.728,4	20.809,1	16.626,1
Caixa e equivalente caixa	7.876,8	13.620,2	9.722,1	11.538,2	9.259,3
Contas a receber	4.368,1	4.165,7	3.028,8	2.972,7	2.464,2
Estoques	4.347,0	4.338,2	3.411,3	2.835,6	2.505,5
Demais ativos circulantes	7.294,9	6.190,4	4.566,2	2.835,6	2.505,5
Não Circulante	59.954,6	61.861,7	51.414,8	48.276,1	45.592,5
Realizáveis a longo prazo	4.743,6	5.961,4	4.416,9	4.032,8	3.594,9
Investimentos	300,1	714,9	40,4	26,4	24,0
Imobilizado	19.153,8	19.140,1	15.740,1	14.005,6	12.413,7
Intangível	35.757,1	36.045,3	31.257,8	30.237,7	29.583,9
PASSIVO + PL	83.841,4	90.176,2	72.143,2	69.085,1	62.218,5
Circulante	28.773,7	30.141,9	21.824,8	17.352,6	15.648,8
Empréstimo e financiamentos	3.630,6	1.282,6	988,0	1.040,6	837,7
Contas a pagar	10.868,8	11.833,7	8.708,7	8.007,7	6.685,5
Demais passivo circulante	14.274,3	17.025,6	12.128,1	8.304,3	8.125,6
Não Circulante	8.416,5	9.700,7	6.673,7	7.507,8	9.046,8
Empréstimo e financiamentos	1.765,7	2.316,9	1.634,6	1.865,2	2.316,2
Contas a pagar	237,8	110,1	73,9	69,4	45,0
Demais passivo não circulante	6.413,0	7.273,7	4.965,2	5.573,2	6.685,6
Patrimônio Líquido (PL)	46.651,2	50.333,6	43.644,7	44.224,7	37.522,9
Capital social	57.614,1	57.614,1	57.582,3	57.000,8	249,1
Demais contas do PL	(10.962,9)	(7.280,5)	(13.937,6)	(12.776,1)	37.273,8

Fonte: Demonstrações financeiras consolidadas da AMBEV – Elaborado pelos autores.

Tabela 03. Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), em milhões de reais.

Descrição das contas	2016	2015	2014	2013	2012
Receita líquida	45.602,6	46.720,1	38.079,8	35.079,1	32.231,0
Custo dos produtos vendidos	(16.678,0)	(16.061,4)	(12.814,6)	(11.572,5)	(10.459,8)
Lucro bruto	28.924,6	30.658,7	25.265,2	23.265,2	21.771,2
Despesas operacionais (op.) ¹	(10.664,6)	(10.385,1)	(10.978,8)	(7.703,1)	(7.014,5)
Depreciação e amortização	(3.512,0)	(3.074,1)	(2.360,2)	(2.105,1)	(1.939,9)
Outras receitas/despesas op.	1.223,0	1.936,0	1.629,2	1.761,7	863,5
Itens não recorrentes	1.134,3	(357,2)	(89,0)	1.761,7	863,5
Lucro Operacional	17.105,3	18.778,3	15.826,6	15.430,9	13.629,9
Resultado líquido financeiro	(3.702,0)	(2.268,2)	(1.475,4)	(1.561,4)	(889,7)
Equivalência patrimonial	(5,0)	3,1	17,4	11,4	0,5
Resultado antes dos tributos	13.398,3	16.513,2	14.368,6	13.880,9	12.740,7
Tributos sobre o lucro	(315,0)	(3.634,2)	(2.006,5)	(2.481,4)	(2.320,1)
Lucro líquido do período	13.083,3	12.879,0	12.362,1	11.399,5	10.420,6

1 – Excluindo a depreciação e amortização.

Fonte: Demonstrações financeiras consolidadas da AMBEV – Elaborado pelos autores.

Face aos resultados registrados nas tabelas 02 e 03, transportou-se os dados observados para o modelo de fluxo de caixa livre para empresa, obtendo os seguintes valores:

Tabela 04. Histórico de fluxo de caixa livre da AMBEV, em milhões de reais.

Descrição das contas	2016	2015	2014	2013	2012
Receita líquida	45.602,6	46.720,1	38.079,8	35.079,1	32.231,0

Custo dos produtos vendidos	(16.678,0)	(16.061,4)	(12.814,6)	(11.572,5)	(10.459,8)
Despesas operacionais (op.)	(14.176,6)	(13.459,2)	(10.978,8)	(9.808,2)	(8.954,4)
Outras receitas/despesas op.	1.223,0	1.936,0	1.629,2	1.761,7	863,5
EBIT Ajustado	15.971,0	19.135,5	15.915,6	15.460,1	13.680,3
Depreciação e amortização	3.512,0	3.074,1	2.360,2	2.105,1	1.939,9
EBITDA Ajustado	19.483,0	22.209,6	18.275,8	17.565,2	15.620,2
Tributos sobre o lucro	(315,0)	(3.634,2)	(2.006,5)	(2.481,4)	(2.320,1)
Varição da NCG	(2.092,5)	(9.007,8)	(6.465,5)	(8.298,2)	(6.705,8)
CAPEX	(4.132,7)	(5.261,2)	(4.493,0)	(3.810,3)	(3.014,0)
FCLE	12.942,8	4.306,4	5.310,8	6.785,6	3.580,3

Fonte: Elaborado pelos autores.

Diante dos resultados acima, a DRE foi projetada observando os seguintes critérios:

- 1) Procedeu-se a Análise Horizontal (AH) em cada uma das contas da DRE;
- 2) Posteriormente, foi apurada a média aritmética simples da variação percentual da AH;
- 3) Tomando como referência o ano de 2016, as contas da DRE foram projetadas com base na média apurada, para os períodos de 2017 a 2019 (03 anos de projeção);
- 4) Para os anos de 2020 e 2021, fixou-se uma taxa de perpetuidade de 5% a.a.;
- 5) Na tabela 04 está exposta a projeção da DRE para os próximos 05 anos.

Tabela 04. DRE projetada, em milhões de reais.

Descrição das contas	2017	2018	2019	2020	2021
Receita líquida	49.899,4	54.601,0	59.745,6	62.732,8	65.869,5
Custo dos produtos vendidos	(18.785,5)	(20.555,6)	(22.492,3)	(23.617,0)	(24.797,8)
Lucro bruto	31.113,8	34.045,4	37.253,2	39.115,9	41.071,7
Despesas operacionais (op.) ¹	(11.669,4)	(12.769,0)	(13.972,1)	(14.670,7)	(15.404,2)
Depreciação e amortização	(3.842,9)	(4.205,0)	(4.601,2)	(4.831,3)	(5.072,8)
Outras receitas/despesas op.	1.338,2	1.464,3	1.602,3	1.682,4	1.766,5
Itens não recorrentes	1.241,2	1.358,1	1.486,1	1.560,4	1.638,4
Lucro Operacional	18.717,0	20.480,5	22.410,3	23.530,8	24.707,3
Resultado líquido financeiro	(4.050,8)	(4.432,5)	(4.850,1)	(5.092,6)	(5.347,3)
Equivalência patrimonial	(5,5)	(6,0)	(6,6)	(6,9)	(7,2)
Resultado antes dos tributos	14.660,7	16.042,1	17.553,6	18.431,3	19.352,8
Tributos sobre o lucro	(344,7)	(377,2)	(412,7)	(433,3)	(455,0)
Lucro líquido do período	14.316,0	15.664,9	17.140,9	17.997,9	18.897,8

¹ – Excluindo a depreciação e amortização.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Após a estimativa da DRE, fez-se necessário ajustá-la para prevê o fluxo de caixa livre para empresa e, em seguida, trazer todos os resultados a valor presente por meio de uma taxa de desconto (WACC). Esta, por sua vez, foi calculada utilizando a estrutura mista de capital da AMBEV no ano de 2016. Além disso, na apuração do custo do capital próprio o modelo empregado foi o CAPM (Capital Asset Pricing), através das seguintes referências:

- 1) Taxa livre de risco: Selic de 2016 (13,65% a.a.);
- 2) Retorno esperado do mercado: todas as cotações do mês de dezembro de 2016 do índice Ibovespa;
- 3) Retorno esperado de um certo ativo: Preços das ações da AMBEV no mês de dezembro de 2016;
- 4) Coeficiente Beta: sensibilidade de 0,44.

Isto posto, o custo médio ponderado de capital (WACC) foi de 24,73% a.a., representando a taxa de desconto para o cálculo de valor presente do FCLE. Na tabela 05 estão registrados os valores encontrados, bem como a estimativa de valor da empresa para o ano de 2017.

Tabela 05. Fluxo de caixa projetado e o valor estimado da AMBEV, em milhões de reais.

Descrição das contas	2017	2018	2019	2020	2021
Receita líquida	49.899,4	54.601,0	59.745,6	62.732,8	65.869,5
Custo dos produtos vendidos	(18.785,5)	(20.555,6)	(22.492,3)	(23.617,0)	(24.797,8)
Despesas operacionais (op.) ¹	(11.669,4)	(12.769,0)	(13.972,1)	(14.670,7)	(15.404,2)
Outras receitas/despesas op.	1.338,2	1.464,3	1.602,3	1.682,4	1.766,5
EBIT Ajustado	18.717,0	20.480,5	22.410,3	23.530,8	24.707,3
Depreciação e amortização	(3.842,9)	(4.205,0)	(4.601,2)	(4.831,3)	(5.072,8)
EBITDA Ajustado	14.660,7	16.042,1	17.553,6	18.431,3	19.352,8
Tributos sobre o lucro	(344,7)	(377,2)	(412,7)	(433,3)	(455,0)
Varição da NCG	(1.905,3)	(1.734,8)	(1.579,6)	(1.658,6)	(1.741,5)
CAPEX	(4.546,0)	(5.000,6)	(5.500,6)	(5.775,7)	(6.064,4)
FCLE	7.864,7	8.929,5	10.060,7	10.563,7	11.091,9
Valor Presente do FCLE	6.305,4	5.739,6	5.184,6	4.364,5	3.674,1
Perpetuidade	59.029,4	-	-	-	-
Valor Total da Empresa	84.297,6	-	-	-	-

1 – Excluindo a depreciação e amortização.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Diante dos resultados encontrados, o valor venal da AMBEV, em milhões de reais, é de 84.297,6 (oitenta e quatro bilhões, duzentos e noventa e sete milhões e seis mil reais). Contudo, o patrimônio líquido contábil da empresa divulgado² no final do terceiro trimestre de 2017 era de 48.939,7 (quarenta e oito bilhões, novecentos e trinta e nove milhões e sete mil reais). Portanto, há um *goodwill* na ordem de 35.357,9 (trinta e cinco bilhões, trezentos e cinquenta e sete milhões e nove mil reais), que corresponde a 72,25% do valor patrimonial da entidade, mas que não pode ser reconhecido pela contabilidade.

3 Considerações Finais

Este artigo teve como finalidade a analisar a contribuição do *goodwill* no valor de mercado das empresas. A pesquisa foi desenvolvida através de uma abordagem quantitativa, por meio da utilização do método de fluxo de caixa descontado livre para empresa, uma vez que é o modelo de mensuração mais empregado no mercado. Para tanto, foi escolhida a Companhia de Bebida das Américas (AMBEV) por ser a entidade brasileira de maior capitalização na Bolsa de Valores.

Embora a ciência contábil vede o reconhecimento do ágio gerado internamente, por causa da ambiguidade na avaliação, este trabalho se propôs a aplicar o método mais difundido no mercado para tentar aproximar os resultados teóricos com os praticados. Assim, realizados os cálculos foi possível encontrar um ágio na ordem de 35.357,9 (trinta e cinco bilhões, trezentos e cinquenta e sete milhões e nove mil reais).

Porém, a capitalização de mercado da companhia no terceiro trimestre de 2017 foi de 333.159,9 (trezentos e trinta e três bilhões, cento e cinquenta e nove milhões e nove mil reais), valor esse encontrado multiplicando a cotação da ação no dia 29/09/2017 (R\$ 21,04) pelo número de ações em circulação (15.834,6 – número em milhões), o que proporciona um *goodwill* de 284.220,3 (duzentos e oitenta e quatro bilhões, duzentos e vinte milhões e três mil

² http://ri.ambev.com.br/default_pt.asp?idioma=0&conta=28

reais), ou seja, 580,8% maior que o patrimônio líquido, que era de 48.939,7 (quarenta e oito bilhões, novecentos e trinta e nove milhões e sete mil reais).

Portanto, há uma diferença significativa no valor de venda da AMBEV encontrado pelo método de fluxo de caixa e o evidenciado na Bolsa de Valores. Tal discrepância refere-se à expectativa de rentabilidade futura que a empresa pode proporcionar aos seus investidores. Assim, face à subjetividade na mensuração do *goodwill* não há como registrar contabilmente esse ativo intangível, corroborando com o preceituado no Pronunciamento Técnico CPC 04 (CPC, 2010). No entanto, é inquestionável a contribuição desse ativo intangível na valoração das empresas, sobretudo, as de capital aberto.

4 Referências

ALMEIDA, M. G. M. **Mensuração e avaliação do ativo: uma revisão conceitual e uma abordagem do goodwill e do ativo intelectual** – São Paulo, 1997, Caderno de Estudos / Fipecafi. São Paulo, v. 9, n. 16. P. 12 – 14.

BRASIL. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **Pronunciamento Técnico nº 04 (R1), datado 05 de novembro de 2010**. Brasília, DF, 2010. Disponível em: <http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/187_CPC_04_R1_rev%2006.pdf>.

Acessado em: 30 de Mai. de 2015.

BRASIL. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **Pronunciamento Técnico nº 15 (R1), datado de 03 de junho de 2011**. Brasília, DF, 2011. Disponível em: <http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/235_CPC_15_R1_rev%2006.pdf>.

Acessado em 01 de Jun. de 2015.

DAMODARAM, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo**. 5.^a ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2003.

ENDLER, Luciana. **Avaliação de empresas pelo método de fluxo de caixa descontado e os desvios causados pela utilização de taxas de desconto inadequadas**. Porto Alegre, 2004, Revista ConTexto., v. 4, n. 6, 1º semestre. Disponível em: <<http://seer.ufrgs.br/index.php/ConTexto/issue/view/868>>. Acessado em 01 de Nov. de 2017.

GLAUTIER, M. W. E.; UNDERDOWN, B. **Accounting theory and practice**. Essex: Prentice Hall, 2001.

IUDÍCIBUS, Sérgio. **Teoria da contabilidade**. 8ª ed. – São Paulo: Atlas, 2006.

LOPES, Alexsandro Broedel. MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

MARTINS, Eliseu. ALMEIDA, Diana Lúcia de. MARTINS, Eric Aversari. COSTA, Patrícia de Souza. **Goodwill: uma análise dos conceitos utilizados em trabalhos científicos**. **Revista de Contabilidade & Finanças**. Universidade de São Paulo – v.21, n. 52, Janeiro/Abril: São Paulo, 2010.

MONOBE, Massanori. **Uma contribuição à mensuração do goodwill não adquirido**. Trabalho de conclusão do curso de Doutorado em Ciências Contábeis. Universidade de São Paulo: São Paulo, 1986.

ORNELLAS, Martinho M. Gomes. **Contribuição à formulação de um sistema conceitual e operacional contábil de apuração de haveres em processos judiciais**. Trabalho de conclusão de curso de Doutorado em Ciências Contábeis. Universidade de São Paulo: São Paulo, 2000.

PADOVANI, Ileana Raymundo. MAZIERO, Jéssica Ariádne. VIEIRA, Lorena Barbosa. MEDEIROS, Maria Cristiana de. **Valuation – Avaliação de empresas**. Trabalho de conclusão do curso de Bacharelado em Ciências Contábeis. Centro Universitário Católico Salesiano *Auxilium*: Lins, 2011. Disponível em:

<<http://www.unisalesiano.edu.br/biblioteca/monografias/53985.pdf>>. Acessado em: 27 de Jun. de 2015.

SANTOS, Paula Fernanda dos. **O valor econômico das empresas e o método do *goodwill***. Trabalho de conclusão do curso de Bacharelado em Ciências Econômicas. Faculdade de Ciências Econômicas e Administrativa de Presidente Prudente: Presidente Prudente, 2002. Disponível em:

<<http://intertemas.unitoledo.br/revista/index.php/Juridica/article/viewFile/100/103>>.

Acessado em: 20 de Jun. de 2015.

ZANDONADI, André. ROGERS, Pablo. RIBEIRO, Karen Cristina de Sousa. **Avaliação através do método de fluxo de caixa livre de uma empresa do setor de tecnologia da informação**. XI Congresso Brasileiro de Custos. Porto Seguro, 2004. Disponível em: <www.pablo.prof.ufu.br/artigos/cbc3.pdf>. Acessado em 13 de Out. de 2017.