



ESCOLA DE CIÊNCIAS SOCIAIS

Mestrado em Gestão

Especialização em Finanças

Dissertação

A Contribuição dos Ativos Intangíveis no Valor das Empresas

Elaborado por:

Ofélia Maria Andrade de Sousa

Orientador:

Professor Doutor Jacinto António Setúbal
Vidigal da Silva

“Esta Dissertação inclui as críticas e sugestões feitas pelo Júri”

Évora

(setembro 2013)

Resumo

A mensuração dos ativos intangíveis e a avaliação de empresas são temas que sempre geram polémica e incerteza no capítulo das finanças empresariais.

Esta dissertação tem como objetivo primordial analisar o impacto dos ativos intangíveis no valor das empresas do PSI-20 (2004-2010), quer do ponto de vista dos ativos intangíveis explícitos, quer dos implícitos, procedendo a uma análise diferencial entre o *price to book value* e o seu valor de mercado, expresso pelo total do capital próprio a preços de mercado.

Através da mesma base de dados extraíram-se as médias do peso relativo dos ativos intangíveis implícitos e explícitos no valor das empresas e os resultados permitem concluir que os intangíveis têm, de facto, relevância no valor das empresas, mas que a existência de ativos intangíveis explícitos não influencia a cotação das ações, fazendo inculcar a ideia que os investidores valorizam mais os intangíveis invisíveis do que aqueles que são reconhecidos de acordo com as orientações contabilísticas.

Palavras-chave: ativos intangíveis explícitos; ativos intangíveis implícitos; *goodwill*; I&D; outros ativos intangíveis; avaliação de empresas.

The Contribution of Intangible Assets in the Value of Companies

Abstract

The measurement of intangible assets and the valuation of companies are subjects that always generate controversy and uncertainty in the chapter on corporate finance.

The main purpose of this dissertation is to analyze the impact of intangible assets on the value of the PSI-20 (2004-2010) enterprises. Both explicit and implicit intangible assets will be analysed using a differential analysis between the price to book value and market value, expressed by total equity at market prices.

Through the same database were extracted from the averages of the relative weight of intangible assets implicit and explicit in the value of companies and the results indicate that intangibles are indeed relevant in the value of companies, but that the existence of intangible assets explicit not influence the share price, making inculcate the idea that investors value more the intangibles invisible than those that are recognized in accordance with accounting guidance.

Keywords: intangible assets explicit; intangible asset implicit; goodwill; R&D; other intangible assets; valuation of companies.

Agradecimentos

A realização deste trabalho só foi possível com os contributos de um conjunto de pessoas.

Agradeço ao Professor Doutor Jacinto Vidigal da Silva, o apoio e a disponibilidade na orientação deste trabalho.

À minha família e em especial ao Jorge, pelas sugestões e incentivo dado.

ÍNDICE

Lista de figuras	vii
Lista de tabelas	viii
1 INTRODUÇÃO.....	1
1.1 Enquadramento do tema e justificação da escolha	1
1.2 Formulação do problema e dos objetivos.....	3
1.3 Estrutura do trabalho.....	4
2 REVISÃO DE LITERATURA	7
2.1 Enquadramento	7
2.2 Definição e valorização dos ativos intangíveis	7
2.3 Classificação e enquadramento contabilístico dos ativos intangíveis	9
2.3.1 Classificação do ativos intangíveis.....	9
2.3.2 Ativos intangíveis gerados internamente <i>versus</i> adquiridos no exterior	11
2.3.3 Normativos contabilísticos aplicáveis aos ativos intangíveis	12
2.4 A evolução da teoria financeira	26
2.5 A avaliação de empresas.....	31
2.5.1 As demonstrações financeiras como elemento base da avaliação.....	31
2.5.2 Modelos de avaliação.....	32
2.5.3 Relação entre o valor das empresas e a informação contabilística	34
3 METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO	41
3.1. Introdução	41
3.2 Seleção da amostra e das variáveis.....	41
3.3 Composição da base de dados.....	44
3.4 Variáveis e outras medidas utilizadas no estudo	45
3.5 Descrição dos modelos de análise de dados.....	47
3.5.1 Estatísticas descritivas.....	47
3.5.2 Modelo de regressão linear múltipla	47
4 RESULTADOS OBTIDOS	49
4.1 Estatística descritiva	49
4.2 Modelo de regressão linear múltipla	51
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	55
5.1 Conclusões e limitações	55

5.2 Proposta para novos trabalhos de investigação.....	59
BIBLIOGRAFIA.....	61
SITES CONSULTADOS	69

Lista de figuras

Figura 1 – Diversas óticas de avaliação de empresas	32
Figura 2 – Modelos de avaliação propostos por Damodaran	34
Figura 3 – Relação entre o valor da empresa e a cotação das suas ações	35
Figura 4 – Valor global da empresa	45

Lista de tabelas

Tabela 1 - Classificação dos vários ativos intangíveis por autores	9
Tabela 2 - Âmbito de aplicação dos normativos contabilísticos por tipo de entidades	13
Tabela 3 - Reconhecimento de ativos intangíveis nos termos da IAS 38	16
Tabela 4 – Cálculo do <i>enterprise value</i> segundo Neves (2002)	39
Tabela 5 - Listagem das empresas do PSI-20 que integram a amostra em estudo	41
Tabela 6 - Análise descritiva das variáveis utilizadas no estudo e dos rácios dos ativos intangíveis sobre a capitalização bolsista por empresa	49
Tabela 7 - Análise descritiva das variáveis utilizadas no estudo e dos rácios dos ativos intangíveis sobre a capitalização bolsista por anos	50
Tabela 8 – Resultados das estatísticas descritivas (Modelo Godfrey e Koh)	51
Tabela 9 – Estudo dos modelos de regressão linear	51
Tabela 10 – Análise incremental dos AI capitalizados	53

1 INTRODUÇÃO

1.1 Enquadramento do tema e justificação da escolha

O presente trabalho tem como objetivo analisar o impacto dos ativos intangíveis no valor das empresas, tema que tem vindo a ser estudado ao longo dos anos e que tomou contornos de maior interesse na década de 80, com as aquisições e fusões de empresas.

Com a galopante evolução tecnológica, os investimentos em investigação e desenvolvimento, publicidade e recursos humanos, são essenciais para consolidar posições no mercado (Cañibano *et al.*, 1999). Estes ativos são, assim, um potencial de criação de riqueza, podendo superar o valor dos restantes ativos da empresa. Para melhor ilustração deste conceito refira-se que as marcas geradas internamente nas empresas, de acordo com o previsto na IAS 38, não são reconhecidas nas contas como um ativo, bastando cotejar o exemplo paradigmático da Coca-Cola. Estudos apresentados pela Interbrand no ano de 2001 revelam que o valor da marca Coca-Cola chega a representar até dez vezes mais do que a soma de todos os ativos tangíveis da empresa, colocando-a em primeiro lugar entre as marcas mais valiosas do mundo (Silva, 2002).

Salientando ainda outro exemplo de enviesamento resultante disciplina contabilística, Damodaran (2007) refere a fraca importância que é dada ao *goodwill*, pois só é quantificável após uma aquisição e espelha a diferença entre o valor pago e o valor contabilístico da empresa.

A IAS 38 - Ativos intangíveis, cujas orientações foram acolhidas pela Comissão de Normalização Contabilística (CNC) na construção da NCRF 6 com a mesma denominação e conteúdo similar, esclarece o que se deve contabilizar como um ativo intangível, como deve ser mensurado e divulgado no anexo. No entanto, subsiste a dúvida sobre a determinação do período de vida útil destes bens e como mensurá-los.

Para Damodaran (2007) existem questões mal resolvidas na avaliação das empresas, nomeadamente no que respeita à mensuração dos ativos intangíveis, pois os que têm maior valor tendem a ser os mais difíceis de isolar, porque não geram fluxos de caixa por si só, mas permitem que a empresa gere mais fluxos de caixa e de forma continuada.

Segundo os axiomas da teoria financeira, elencados por Scott, Jr. *et al* (1999), os mercados são eficientes e a necessidade de informação aos *stakeholders* é uma realidade. No entanto, segundo Northwestern citando Hendriksen, *et al.* (1999, p. 401) “*À medida que nos transformamos numa sociedade cada vez mais de informação-intensiva, o património contábil dos acionistas está-se distanciando cada vez mais da maneira pela qual o mercado avalia uma empresa*”.

Autores como o Cañibano *et al.* (1999), Lev e Zrown (1999), que contribuíram para a clarificação desta temática, concluem que o problema subsiste por ser tão subjetivo. Aliás, o peso dos intangíveis pode ser tão importante, que certas empresas que necessitam de menos recursos tangíveis, como por exemplo a Microsoft, poderão valer tanto ou mais que uma empresa com grande valor de ativos tangíveis (Damodaran, 2007). Também Godfrey e Koh (2001) deram o seu contributo para a clarificação desta temática estudando o impacto dos ativos intangíveis num grupo de empresas Australianas.

A opção pelo tema desta dissertação justifica-se por retratar uma das questões ainda mal resolvidas no capítulo das finanças empresariais, pela sua importância para os investidores e demais *stakeholders* da informação financeira, estando, muitas vezes, na génese da tomada de decisões enviesadas e sem possibilidade de reparação futura.

A metodologia de investigação consistiu na seleção de uma amostra constituída pelas empresas que integravam o PSI-20 no período 2004-2010. Para além da análise de dados através da realização de estatísticas descritivas e modelos de regressão linear múltipla, a amostra foi ainda testada com os modelos constantes do estudo elaborado por Godfrey e Koh (2001) sobre um conjunto de empresas Australianas, e cujo objetivo era comprovar a relevância dos ativos intangíveis no valor das empresas, assim como, quais os grupos de ativos intangíveis mais significativos.

1.2 Formulação do problema e dos objetivos

O objetivo do presente estudo é avaliar o impacto dos ativos intangíveis no valor das empresas do PSI-20, no período 2004-2010. A opção pelas empresas cotadas no PSI-20 deveu-se ao facto dos seus relatórios e contas estarem disponíveis para consulta; também dada a sua dimensão enquanto grupos económicos que consolidam nas suas demonstrações financeiras um conjunto significativo de subsidiárias de vários ramos de atividade; serem auditadas por várias entidades, nomeadamente o Revisor Oficial de Contas (ROC) e a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM); adotarem desde 2005, incluindo o comparativo com o exercício de 2004, as normas internacionais de contabilidade (IAS/IFRS) emanadas do International Accounting Standards Board (IASB) e tal como adotadas pela União Europeia (UE).

Com efeito, as demonstrações financeiras das empresas cotadas no PSI-20, no período temporal de 2004 a 2010, encontram-se elaboradas de acordo com as IAS/IFRS, mas, no entanto, as dificuldades de identificação e mensuração dos ativos intangíveis, decorrentes de políticas ainda conservadoras seguidas pelo IASB por razões de prudência, tendem a distorcer e afastar o valor contabilístico do valor de mercado das empresas.

Assume-se que o facto de as empresas integradas no estudo terem objetos sociais diferentes e exercerem também atividades substancialmente diferentes, pode influenciar, de alguma forma, os resultados da análise. No entanto, tratando-se de uma matéria que sempre existe em qualquer empresa – intangíveis -, com maior ou menor expressão, entendeu-se relevante utilizar a amostra completa, sem retirar os bancos, os quais, pelas suas características muito específicas e peculiares, tendem a ser expurgados pela maioria dos investigadores em trabalhos desta natureza ou similares. Para alcançar tal desiderato, assumiram-se alguns ajustamentos na análise das suas demonstrações financeiras, nomeadamente ao nível da determinação do EBITDA e do fluxo de caixa operacional, os quais são descritos no ponto dedicado à análise da amostra e dos dados.

Deste modo pretende-se comparar os diversos tipos de ativos intangíveis que estão reconhecidos e mensurados nas demonstrações financeiras e analisar o valor

contabilístico e o valor de mercado das empresas, plasmado no valor total do ativo a preços de mercado, esperando comprovar, ou não, se os ativos intangíveis influenciam o valor das empresas.

O problema em estudo será concretizado através da resposta às questões seguintes, que constituem o objetivo desta dissertação:

- Ü Avaliar o impacto dos ativos intangíveis no valor das empresas do PSI-20 no período 2004-2010.
- Ü Analisar se os ativos intangíveis explícitos têm influência para os investidores, para efeitos de determinação do valor das empresas.

1.3 Estrutura do trabalho

O presente trabalho apresenta um primeiro capítulo introdução, onde se descreve o enquadramento do tema e as justificações da sua escolha, formulando-se o problema e os objetivos.

No segundo capítulo denominado revisão de literatura, faz-se o enquadramento teórico do tema, recorrendo a estudos realizados anteriormente e em que são apresentados os conceitos e métodos de avaliação de ativos intangíveis e de avaliação de empresas. Neste capítulo é dado especial enfoque à problemática do enquadramento contabilístico dos intangíveis, mormente no que respeita às orientações emanadas do IASB, incluindo críticas apontadas por alguns investigadores às suas limitações relacionadas com a impossibilidade de reconhecimento contabilístico da maioria dos intangíveis gerados internamente ou percebidos pelos investidores, conduzindo a um desfasamento entre o *price to book value* e o valor de mercado das empresas.

No terceiro capítulo denominado metodologia de investigação, descreve-se a composição e as características da amostra utilizada no estudo, apresentam-se e comentam-se os modelos de análise de dados utilizados, designadamente as estatísticas descritivas e o modelo de regressão linear múltipla, baseado nos estudos de Godfrey e Koh (2001).

Reservou-se o quarto capítulo para ilustrar a análise e conclusão dos resultados obtidos face às orientações existentes na teoria financeira, no que respeita ao impacto dos ativos intangíveis no valor das empresas.

Por último, no quinto capítulo denominado considerações finais, são apresentadas as conclusões da dissertação, destacando as principais limitações do estudo face aos resultados obtidos, terminando com a apresentação de sugestões para a realização de novos trabalhos de investigação, que possam contribuir para aprofundar o conhecimento do tema.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Enquadramento

Este capítulo tem por objetivo a análise da literatura sobre o importância e relação dos ativos intangíveis no valor das empresas, tendo como referência os modelos de Godfrey e Koh (2001). Para a concretização deste objetivo, apresenta-se no ponto 2.2 um conjunto de definições e modelos de enquadramento dos ativos intangíveis. No ponto 2.3 ilustram-se as orientações acerca do enquadramento contabilístico dos ativos intangíveis, com especial enfoque para as IFRSs emanadas do IASB. Já no ponto 2.4 faz-se um resumo da evolução da teoria financeira, com evidência da crescente importância da temática dos ativos intangíveis e no ponto 2.5 apresenta-se um conjunto de modelos de avaliação de empresas e de ativos intangíveis.

2.2 Definição e valorização dos ativos intangíveis

A definição de ativos intangíveis tornou-se subjetiva, pois pode ser vista do ponto de vista legal, contabilístico ou financeiro (Reilly *at al.*, 1998). Para Sveiby (1997) os ativos intangíveis têm três vertentes: a competência dos empregados; estrutura interna e estrutura externa. Por seu lado, Stewart (1991) defende que os ativos intangíveis são sinónimo de capital intelectual, isto porque é necessário algo intangível (know-how) para a transformação das matérias-primas.

Hendriksen e Breda (1999, p. 388) definem ativo intangível pela tradução da palavra em latim “*tangere*” ou “tocar”, logo os bens intangíveis não podem ser tocados, porque não têm corpo, ou também definidos como incorpóreos (*corpus* = corpos), e definem ainda como direitos e serviços que podem gerar prováveis benefícios económicos futuros obtidos ou controlados por uma dada entidade em consequência de transações ou eventos passados. Esta definição aproxima-se da IAS 38.

Lev (2001) refere que ativo intangível é um direito (não é físico) que gera benefícios económicos futuros e tem influência na vantagem competitiva das empresas, tendo a capacidade de gerar mais lucros do que os ativos físicos e financeiros. Logo, a

sua importância pode variar em função da atividade da empresa, como marcas (Coca-Cola), patentes (Pizer) e tecnologia (Microsoft), sendo por isso necessário avaliar de modos diferentes.

Já a IAS 38 – Ativos intangíveis, no seu parágrafo 7 define os ativos intangíveis como: *“São ativos identificáveis, de carácter não monetário, sem substância física, possuídos para uso na produção ou no fornecimento de bens e serviços, para alugar a terceiros ou para finalidades administrativas e controladas pela empresa, como resultado de acontecimentos passados e dos quais a empresa espera obter benefícios económicos futuros”*.

Na literatura comum os ativos intangíveis são definidos como não identificáveis, ativos não monetários que não podem ser vistos, tocados ou fisicamente medidos, que são criados através do tempo e ou do esforço e que podem ser identificados como um ativo separado. Ativo intangível é um ativo não monetário identificável sem substância física. Já para Hoss *et al.* (2010) ativos intangíveis são incorpóreos representados por bens e direitos associados a uma organização. Independentemente de estarem contabilizados possuem valor e podem agregar vantagens competitivas, tal como é o caso de uma marca.

No que respeita aos modelos de avaliação de ativos intangíveis, destaca-se o contributo de Sveiby (1997), sugerindo quatro tipos de métodos de mensuração, como segue:

- ✓ Direct Intellectual Capital Methods (DIC): neste método estima-se o valor monetário dos ativos intangíveis, através da identificação dos seus componentes, atribuindo valor monetário a cada um dos ativos determinados. Apresenta a desvantagem de não permitir a perceção global dos ativos intangíveis da entidade, nem valorizar as sinergias entre eles. Como forma de contornar este problema utiliza-se um coeficiente de agregação;
- ✓ Market Capitalization Methods (MCM): neste método calcula-se o valor dos ativos intangíveis através da diferença entre o valor de mercado da empresa (capitalização bolsista) e o seu valor contabilístico;
- ✓ Return on Assets Methods (RAM): neste método quantifica-se monetariamente o valor dos ativos intangíveis pelo quociente entre os resultados antes de despesas de investigação e ativos tangíveis;

- ▼ **Scorecard Methods (SCM):** trata-se de métodos não monetários que procuram identificar os vários componentes dos ativos intangíveis, permitindo a criação de indicadores e índices reportados através de Balanced Scorecards. São mais utilizados para avaliar a solidez financeira das entidades. No entanto, apresentam o problema de, ao avaliarem a organização como um todo, surgir a dificuldade de determinar a contribuição parcelar do valor dos ativos intangíveis.

2.3 Classificação e enquadramento contabilístico dos ativos intangíveis

2.3.1 Classificação do ativos intangíveis

Existem várias classificações de ativos intangíveis, no entanto nem todos podem ser contabilizados como tal, como se demonstra mais adiante. Ao longo dos anos verifica-se na literatura que surgiram novas definições e classificações de ativos intangíveis, todas com o objetivo de individualizar os diferentes tipos de ativos, qualificá-los e mensurá-los de uma forma fiável. A tabela seguinte resume as classificações dos vários ativos intangíveis, promovidas por vários autores, quanto à sua génese e enquadramento nas entidades (Fernandez, 2002).

Tabela 1 – Classificação dos vários ativos intangíveis por autores

Autor	Classificação dos ativos intangíveis quanto à sua génese e enquadramento nas entidades			
Paton & Paton Jr (1972)	Goodwill comercial: como por exemplo a marca	Goodwill industrial: funcionários e custos de produção	Goodwill financeiro: que é associado à boa imagem da empresa	Goodwill política: o bom relacionamento com o estado
Sveiby (1997)	Estrutura Interna	Estrutura Externa	Competência do pessoal	
Edvisson & Malone (1998)	Capital Organizacional	Capital Mercado	Capital Humano	

Kaplan & Norton (2000)	Perspetiva de processos internos	Perspetiva de Clientes	Perspetiva da Aprendizagem e crescimento	
Stewart (2001)	Capital estrutural	Capital do cliente	Capital humano	
Blair, Hoffman & Tamburi (2001)	Direitos de propriedade intelectual: Os que são propriedade da empresa e que podem ser negociados	Ativos organizacionais ou estruturais: os que são controlados pela empresa mas que não podem ser vendidos separadamente	Capital humano e relacional: aqueles que não são propriedade da empresa, mas que a empresa exerce influência	
Lev (2001)	Gerados, como a inovação	Os desenhos organizacionais singulares como as bases de dados	Recursos humanos onde se inclui o conhecimento e talento dos empregados	
Barbosa & Gomes (2002)	Capacidade de pesquisa e desenvolvimento	Capacidade de relacionamento com clientes, fornecedores e mercado de trabalho	Capacidade e o conhecimento dos recursos humanos	
Kayo & Famá (2004)	Ativos de inovação (pesquisa e desenvolvimento; patentes)	Ativos de relacionamento com públicos estratégicos	Ativos humanos (conhecimento e talento)	Ativos estruturais (relacionado com os sistemas de informação)

Fonte: Adaptado de Fernandez (2002).

No domínio da investigação e identificação de intangíveis, surge o denominado capital intelectual. Para Brooking (1996), o capital intelectual corresponde a uma associação de ativos intangíveis que potenciam o desempenho das empresas, o qual se divide em quatro grupos, como segue:

- ✓ Ativos de mercado: correspondem ao potencial que a empresa detém derivado dos intangíveis relacionados com o mercado, como sejam a marca, carteira de clientes, negócios recorrentes, negócios em funcionamento, canais de distribuição, etc.;
- ✓ Ativos humanos: são os benefícios que os indivíduos podem proporcionar às empresas através dos seus conhecimentos, criatividade, habilidade para resolver problemas, capacidade de liderança, etc.;
- ✓ Ativos de propriedade intelectual: são os ativos que carecem de proteção legal para proporcionarem benefícios às empresas, tais como know-how, segredos industriais, patentes, copyrights, design, etc.;

- ✓ Ativos de infraestrutura: são exemplos as tecnologias, metodologias e processos, sistemas de informação, modelos de gestão, bases de dados de clientes, etc.

Por sua vez, Sveiby (1998), defendia que as pessoas são os únicos verdadeiros agentes das empresas e que todos os seus ativos tangíveis e intangíveis são resultado das suas ações que criam as estruturas externa e interna, classificando os ativos intangíveis de acordo com a sua estrutura, como segue:

- ✓ Estrutura externa: marcas, marcas registadas, relacionamentos com clientes e fornecedores, imagem da empresa;
- ✓ Estrutura interna: estrutura organizacional, modelo de gestão, estrutura legal, sistemas de informação, software, atividades de investigação e desenvolvimento;
- ✓ Competência individual: corresponde à capacidade para agir em determinadas circunstâncias e para criar ativos tangíveis e intangíveis.

Autores como Stewart (1999), Edvisson & Malone (1998) argumentam que é no capital intelectual como a informação, conhecimento, propriedade industrial entre outros, que está a diferença entre o valor contabilístico das empresas e o valor de mercado, ou seja, os ativos com maior dificuldade de reconhecimento e mensuração.

2.3.2 Ativos intangíveis gerados internamente *versus* adquiridos no exterior

Os ativos intangíveis podem ser subdivididos em ativos intangíveis implícitos e ativos intangíveis explícitos. Ou de outro modo os ativos identificáveis, por lhe ser atribuído um nome, como por exemplo uma patente, e os ativos não identificáveis, como o *goodwill* (Hendriksen, 1999). O facto de os ativos intangíveis serem adquiridos ou gerados internamente faz a diferença do ponto de vista do enquadramento contabilístico, na medida em que os ativos intangíveis implícitos não estão espelhados nas demonstrações financeiras, no entanto poderão ser identificáveis e mensuráveis com recurso à disciplina das finanças empresariais.

Em algumas situações também é difícil separar os ativos intangíveis de uma empresa dos seus ativos tangíveis. Para autores como Chamber (1966) os ativos intangíveis não são separáveis da empresa, não valem por si só, logo não deveriam constar nas demonstrações financeiras. Por outro lado Martins (1972) e Manobe (1986)

rejeitam esta teoria, afirmando que os ativos intangíveis podem ser alienados separadamente como por exemplo a venda de uma patente.

2.3.3 Normativos contabilísticos aplicáveis aos ativos intangíveis

Neste ponto são elencados e analisados os normativos contabilísticos aplicáveis no reconhecimento, mensuração, apresentação e divulgação dos ativos intangíveis nas demonstrações financeiras das entidades, salientando o seu enquadramento concetual e algumas restrições e especificidades relacionadas com o seu enquadramento contabilístico.

Com a globalização do mercado de capitais, passou a existir a necessidade de uniformizar os procedimentos contabilísticos de modo a que os investidores pudessem efetuar uma leitura correta das demonstrações financeiras. Assim, a contabilidade é um fator chave no processo de globalização (Graham & Neu, 2003).

Os normativos contabilísticos são a referência para a elaboração das demonstrações financeiras da generalidade das empresas a nível internacional e para a sua apresentação nos mercados de capitais, havendo hoje em dia uma tendência para a convergência entre as normas emanadas do IASB com as normas emitidas pelo Financial Accounting Standards Board (FASB), que é o regulador norte-americano nestas matérias.

Apesar de existir alguma harmonização contabilística ao nível internacional, subsiste o problema de as demonstrações financeiras continuarem a não transmitir com razoável exatidão o valor das empresas, nomeadamente no que respeita aos ativos intangíveis (Bandeira, 2010). Por muito bem elaboradas que estejam as demonstrações financeiras, não é possível verificar os ativos intangíveis que são fundamentais na criação de valor (Lev, 2003). A contabilidade e por sua vez as demonstrações financeiras deverão ultrapassar esta limitação e fornecer aos *stakeholders* a informação sobre a posição financeira, desempenho e alterações na posição financeira de uma empresa (IASB, 1989).

As normas contabilísticas aplicadas em Portugal são emanadas do IASB – International Accounting Standards Board, as quais foram objeto de adaptação pela CNC - Comissão de Normalização Contabilística, à realidade do tecido empresarial português, decorrente da entrada em vigor, em 1 de janeiro de 2010, do Sistema de Normalização Contabilística (SNC), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 de julho (Gomes e Pires, 2010).

Atualmente a aplicação dos normativos contabilísticos encontra-se estratificada por tipo de entidades, consoante as suas exigências e enquadramento legal em matéria de relato financeiro, conforme se resume na tabela seguinte.

Tabela 2 – Âmbito de aplicação dos normativos contabilísticos por tipo de entidades

ÂMBITO DE APLICAÇÃO DOS NORMATIVOS CONTABILÍSTICOS POR TIPO DE ENTIDADES	
Entidades cotadas em bolsa	Normas internacionais de contabilidade (IAS/IFRS) emitidas pelo IASB tal como adotadas pela União Europeia
Entidades do regime geral	Sistema de Normalização Contabilística (SNC)
Pequenas entidades	
Microentidades	Normalização Contabilística para Microentidades (NCM)
Entidades do setor não lucrativo	Normalização Contabilística para Entidades do Setor Não Lucrativo (ESNL)

Fonte: Elaboração própria.

2.3.3.1 Normas Internacionais de relato financeiro (IFRSs)

As normas internacionais de relato financeiro (IFRSs)¹ são emitidas pelo IASB que é o órgão normalizador da Fundação IFRS, entidade independente, privada e sem fins lucrativos, que trabalha no interesse público, e cuja sede está situada em Londres. O

¹ Corresponde à abreviatura da expressão anglo-saxónica International Financial Reporting Standards. As IFRSs denominavam-se anteriormente por IAS (International Accounting Standards), as quais foram emitidas até ao número 41, e daí em diante passaram a denominar-se IFRSs. Assim, hoje em dia coexistem IAS e IFRS para regular o enquadramento das matérias contabilísticas. O IASB emite também as interpretações técnicas das normas, designadas por IFRICs, as quais eram anteriormente designadas por SICs.

IASB conta atualmente com 15 membros a trabalhar a tempo inteiro, com os seguintes objetivos (IASB, 2013):

- Ø Desenvolver um conjunto único e compreensível de normas contabilísticas e relato financeiro, globalmente aceite;
- Ø Promover o uso e a aplicação rigorosa dessas normas;
- Ø Tomar em linha de conta as necessidades de relatórios financeiros das economias emergentes e das pequenas e médias empresas;
- Ø Promover e facilitar a adoção das IFRSs nos vários países, através da sua convergência à escala universal.

Com efeito, o IASB envolve-se em estreita colaboração com as partes interessadas em todo o mundo, incluindo investidores, analistas, reguladores, líderes empresariais, representando os normalizadores e profissionais da contabilidade. Dois terços dos países do G20 e quase metade das empresas da Global Fortune 500 divulgam as suas demonstrações financeiras adotando as IFRSs (Deloitte, 2012).

Com a publicação do Regulamento (CE) N.º 1606/2002, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de julho de 2002, a União Europeia (UE) adotou as normas internacionais de contabilidade do IASB, com vista a harmonizar as informações financeiras plasmadas nas contas consolidadas das sociedades cujos títulos são negociados publicamente, por forma a assegurar um elevado grau de transparência e de comparabilidade das demonstrações financeiras e, deste modo, um funcionamento eficiente do mercado de capitais da Comunidade e do mercado interno.

Com a publicação do Decreto-Lei n.º 35/2005, de 17 de fevereiro, Portugal transpôs para a ordem jurídica interna a Diretiva n.º 2003/51/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18 de junho, que altera as Diretivas n.ºs 78/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE e 91/674/CEE, do Conselho, relativas às contas anuais e às contas consolidadas de certas formas de sociedades, bancos e outras instituições financeiras e empresas de seguros, visando assegurar a coerência entre a legislação contabilística comunitária e as Normas Internacionais de Contabilidade (NIC), em vigor desde 1 de maio de 2002. Decorrente desta alteração legislativa, as entidades cotadas em bolsa passaram, obrigatoriamente, a elaborar as suas contas consolidadas, com

efeitos a partir do exercício de 2005, incluindo a apresentação do comparativo de 2004, com base nas normas internacionais de contabilidade.

Estudos efetuados em Portugal (Morais & Curto, 2008) e (Lopes & Viana, 2008) sobre a qualidade das demonstrações financeiras das empresas portuguesas, demonstraram que após a adoção das IFRS verificou-se uma melhoria da qualidade da informação financeira. Também foi constatado por Conceição (2009) num estudo sobre as empresas cotadas na *Euronext Lisbon* e que utilizam o modelo do justo valor, que o número de empresas que adotaram este método é reduzido, alegando que acarreta custos adicionais, no entanto a informação continua a ser fiável.

2.3.3.2 IFRSs relacionadas com o enquadramento contabilístico dos ativos intangíveis

Tendo em conta que as entidades objeto de estudo no presente trabalho são cotadas em bolsa e elaboram as suas demonstrações financeiras com base nas IFRSs, apresenta-se em seguida um resumo das normas que conferem orientação quanto ao enquadramento contabilístico dos ativos intangíveis, de acordo com o texto publicado no Regulamento (CE) N.º 1126/2008, da Comissão, de 3 de novembro de 2008.

2.3.3.2.1 IAS 38 Ativos Intangíveis

O objetivo desta Norma é o de prescrever o tratamento contabilístico de ativos intangíveis que não sejam especificamente tratados noutras Normas, exigindo que as entidades reconheçam um ativo intangível se, e apenas se, critérios especificados forem satisfeitos. Ao mesmo tempo, a Norma também especifica como mensurar a quantia escriturada de ativos intangíveis (IAS 38, § 1) e aplica-se, entre outras coisas, a dispêndios com publicidade, formação, arranque e atividades de pesquisa e desenvolvimento, no entanto só os dispêndios relacionados com projetos de desenvolvimento podem ser capitalizados e reconhecidos como ativo intangível, sendo todos os restantes imediatamente reconhecidos como gastos.

Em termos conceituais, um ativo intangível é um ativo não monetário identificável sem substância física. Com efeito, para que as entidades possam

reconhecer um ativo intangível, este deve ser identificável e controlável, verificando-se a satisfação deste critério, se o ativo (IAS 38, § 12):

- a) for separável, i.e., capaz de ser separado ou dividido da entidade e vendido, transferido, licenciado, alugado ou trocado, seja individualmente ou em conjunto com um contrato, ativo ou passivo relacionado; ou
- b) resultar de direitos contratuais ou de outros direitos legais, quer esses direitos sejam transferíveis, quer sejam separáveis da entidade ou de outros direitos e obrigações.

Outra condição fundamental para o reconhecimento de um ativo intangível, tem a ver com o controlo que a entidade possa exercer sobre ele, considerando-se que a entidade controla um ativo se tiver o poder de obter benefícios económicos futuros que fluam do recurso subjacente e puder restringir o acesso de outros a esses benefícios. Na maioria das situações o controlo pode resultar de direitos legais ou contratuais, sendo difícil de demonstrar quando o ativo não esteja protegido por este tipo de direitos.

Os benefícios económicos futuros que fluem de um ativo intangível podem incluir réditos da venda de produtos ou serviços, poupanças de custos, ou outros benefícios resultantes do uso do ativo pela entidade. Por exemplo, o uso da propriedade intelectual num processo de produção pode reduzir os custos de produção futuros e não aumentar os réditos futuros (IAS 38, § 17).

Na tabela seguinte apresenta-se um conjunto de dispêndios que podem ter as características de intangível nos termos previstos na IAS 38, identificando os que podem ou não ser reconhecidos como tal nas demonstrações financeiras das entidades. Como denominador comum para o reconhecimento contabilístico, um ativo intangível é um ativo não monetário, identificável e sem substancia física, deve ser separável da entidade e estar protegido por direitos legais ou contratuais.

Tabela 3 – Reconhecimento de ativos intangíveis nos termos da IAS 38

Dispêndio	Classificação como AI	Exigências e restrições
<i>Goodwill</i> adquirido	Sim	O <i>goodwill</i> adquirido numa concentração de atividades empresariais representa um pagamento feito pela adquirente em antecipação de benefícios económicos futuros

		de ativos que não sejam capazes de ser individualmente identificados e separadamente reconhecidos. Como resulta de um pagamento feito a entidade externa reúne o critério da identificabilidade e separabilidade, logo pode ser reconhecido como AI, o qual não é amortizável ficando sujeito à realização de testes anuais de imparidade.
<i>Goodwill</i> gerado internamente	Não	Não é um recurso identificável (i.e., não é separável nem resulta de direitos contratuais ou de outros direitos legais) controlado pela entidade que possa ser fiavelmente mensurado pelo custo. Pese embora as diferenças entre o valor de mercado de uma entidade e a quantia escriturada dos seus ativos líquidos identificáveis em qualquer momento possam captar uma série de fatores que afetem o seu valor, tais diferenças não representam o custo dos ativos intangíveis controlados pela entidade.
Software	Sim	Quer o software adquirido, quer o desenvolvido internamente, podem ser reconhecidos como AI, desde que o seu custo possa ser mensurado com fiabilidade e sejam geradores de benefícios económicos futuros por período superior a um ano. Não obstante, o software de computador de uma máquina-ferramenta controlada por computador que não funcione sem esse software específico, bem como o sistema operativo de um computador, consideram-se parte integrante do equipamento respetivo e são tratados como ativo fixo tangível.
Licenças, patentes, copyrights e franchises	Sim	Tais dispêndios encontram-se protegidos por documentação legal, logo são controláveis pela entidade, podendo ser reconhecidos como AI.
Carteira e listas de clientes e acordos de não concorrência	Não	Uma entidade pode ter uma carteira de clientes ou uma quota de mercado e esperar que, devido aos seus esforços para criar relacionamentos e fidelizar clientes, estes continuarão a negociar com a empresa. Porém, na ausência de direitos legais para proteger, ou de outras formas controlar, o relacionamento com clientes ou a sua fidelidade para com a entidade, a entidade geralmente não tem controlo suficiente sobre os benefícios económicos esperados derivados do relacionamento e fidelização dos clientes

		para que tais itens (por exemplo, carteira de clientes, quotas de mercado, relacionamento com clientes e fidelidade dos clientes) sejam reconhecidos como AI.
Marcas e nomes comerciais	Sim/Não	Só as marcas adquiridas no exterior podem ser reconhecidas como AI. Os dispêndios com marcas desenvolvidas internamente não podem ser distinguidos do custo de desenvolver a empresa no seu todo e, por isso, são reconhecidos como gastos. O exemplo paradigmático desta realidade é o caso da marca Coca-Cola, a qual não está reconhecida no ativo da empresa, pese embora seja das mais valiosas a nível mundial.
Publicidade e promoção	Não	Muito embora os dispêndios com publicidade e promoção sejam incorridos para proporcionar benefícios económicos futuros a uma entidade, mas nenhum ativo intangível ou outro ativo é adquirido ou criado que possa ser reconhecido. Nestes casos, o dispêndio é reconhecido como um gasto quando for incorrido, pelo facto de que a entidade não demonstra o critério da identificabilidade e separabilidade.
Recursos humanos, formação e know-how	Não	Uma entidade pode ter uma equipa de pessoal habilitado e pode ser capaz de identificar capacidades incrementais do pessoal que conduzam a benefícios económicos futuros derivados da formação. Porém, geralmente uma entidade não tem controlo suficiente sobre os benefícios económicos futuros provenientes de uma equipa de pessoal habilitado, logo não pode reconhecer a formação e o know-how como AI, devendo reconhecer os dispêndios relacionados como gastos.
Direitos Autorais	Sim	Reconhecido como AI, se a entidade demonstrar a capacidade de geração de benefícios económicos futuros, na medida em que estão protegidos legalmente.
Tecnologia e tecnologia não patenteada	Sim/Não	Não pode ser reconhecido como AI, a menos que esteja relacionado com protótipos protegidos por direitos legais ou contratuais e que gerem benefícios económicos futuros.
Contratos	Não	Não podem ser reconhecidos como AI, na medida em que o seu valor está implícito na capacidade de geração de benefícios económicos futuros da própria entidade.
Bases de dados	Não	Só por exceção poderão ser reconhecidas como

		AI, dado que a entidade não consegue demonstrar a capacidade de geração de benefícios económicos futuros que sejam controláveis.
Dispêndios de arranque da atividade	Não	Os custos de arranque podem consistir em custos de estabelecimento tais como os custos legais ou de secretariado incorridos no estabelecimento de uma entidade legal, dispêndios para abrir novas instalações ou negócio (i.e., custos pré-abertura) ou dispêndios para iniciar novas unidades operacionais ou lançar novos produtos ou processos (i.e., custos pré-operacionais). Tais dispêndios, exceto as situações previstas nas IFRSs 4 e 6, não podem ser reconhecidos como AI, porque estão ligados ao custo de desenvolver a empresa como um todo.
Atividades de pesquisa e desenvolvimento	Sim/Não	Nas atividades de pesquisa as entidades não podem reconhecer ainda qualquer AI, devendo reconhecer os dispêndios relacionados como gastos. Só na fase do desenvolvimento é que é possível reconhecer os dispêndios como AI, desde que as entidades consigam demonstrar tudo o que se segue: a) a viabilidade técnica de concluir o ativo intangível afim de que esteja disponível para uso ou venda; b) a sua intenção de concluir o ativo intangível e usá-lo ou vendê-lo; c) a sua capacidade de usar ou vender o ativo intangível; d) a forma como o ativo intangível gerará prováveis benefícios económicos futuros. Entre outras coisas, a entidade pode demonstrar a existência de um mercado para a produção do ativo intangível ou para o próprio ativo intangível ou, se for para ser usado internamente, a utilidade do ativo intangível; e) a disponibilidade de adequados recursos técnicos, financeiros e outros para concluir o desenvolvimento e usar ou vender o ativo intangível; f) a sua capacidade para mensurar fiavelmente o dispêndio atribuível ao ativo intangível durante a sua fase de desenvolvimento. O exemplo clássico é o caso da indústria farmacêutica que incorre anualmente em

	<p>dispêndios avultados com atividades de pesquisa de novos medicamentos, que não pode apresentar no seu ativo, mas apenas divulgá-los no anexo, até que consiga demonstrar que chegou com êxito à fase de desenvolvimento. Ainda assim, neste caso, os dispêndios anteriores com pesquisa (gastos passados) não mais podem ser capitalizados como AI, logo o valor a reconhecer como AI corresponde, apenas e só, aos dispêndios compreendidos no período em que iniciou e terminou a fase do desenvolvimento.</p>
--	---

Fonte: Elaboração própria, decorrente da análise da IAS 38 - Ativos intangíveis.

Em matéria de mensuração, os ativos intangíveis devem ser inicialmente mensurados pelo seu custo. Posteriormente, se existir um mercado ativo para o intangível, a entidade pode utilizar o modelo de revalorização, mensurando-o pelo seu justo valor, que é a quantia pela qual esse ativo podia ser trocado entre partes conhecedoras e dispostas a isso numa transação em que não existe relacionamento entre elas. A revalorização tem como contrapartida o capital próprio, numa conta de excedentes de revalorização, exceto se resultar de uma reversão de perda por imparidade reconhecida anteriormente nos resultados, sendo neste caso reconhecida também diretamente nos resultados.

No que diz respeito ao período de vida útil, os ativos intangíveis podem ter vida útil definida ou indefinida. No primeiro caso são amortizados durante o período de vida útil estimado e no segundo caso não são amortizados, ficando sujeitos a testes anuais de imparidade.

2.3.3.2.2 SIC 32 Ativos Intangíveis - Custos com Web Sites

Um web site resultante de desenvolvimento deve ser reconhecido como ativo intangível se, e apenas se, além de cumprir os requisitos gerais descritos na IAS 38 para reconhecimento e mensuração inicial, designadamente se: a) for provável que os benefícios económicos futuros esperados que sejam atribuíveis ao ativo fluam para a entidade; e b) o custo do ativo possa ser fiavelmente mensurado, a entidade satisfizer os requisitos demonstrativos da fase de desenvolvimento.

Em particular, uma entidade poderá ter capacidade para satisfazer o requisito de demonstrar de que forma o seu web site irá gerar prováveis benefícios económicos futuros quando, por exemplo, o web site tem capacidade para gerar réditos, incluindo réditos diretos decorrentes da disponibilização de um serviço de encomendas. Ao invés, uma entidade não pode demonstrar de que forma um web site, desenvolvido exclusiva e basicamente para promoção e publicidade dos seus produtos e serviços, irá gerar prováveis benefícios económicos futuros, pelo que todos os dispêndios com o desenvolvimento de tal web site deverão ser reconhecidos como um gasto no momento em que forem incorridos (SIC 32, § 8).

2.3.3.2.3 IFRS 3 Concentrações de Atividades Empresariais

Uma concentração de atividades empresariais é a junção de entidades ou atividades empresariais separadas numa única entidade que relata. O resultado de quase todas as concentrações de atividades empresariais é que uma entidade, a adquirente, obtém o controlo de uma ou mais atividades empresariais diferentes, as adquiridas (IFRS 3, § 4).

A adquirente reconhece separadamente um ativo intangível da adquirida à data da aquisição apenas se esse ativo satisfizer a definição de ativo intangível da IAS 38 Ativos Intangíveis e se o seu justo valor puder ser mensurado com fiabilidade. Isto significa que a adquirente reconhece como um ativo separadamente do goodwill um projeto de pesquisa e desenvolvimento em curso da adquirida caso o projeto corresponda à definição de ativo intangível e o seu justo valor possa ser fielmente mensurado (IFRS 3, § 45). A adquirente deve, à data da aquisição (IFRS 3, §§ 51-55):

- a) reconhecer o goodwill adquirido numa concentração de atividades empresariais como um ativo; e
- b) inicialmente mensurar esse goodwill pelo seu custo, que é o excesso do custo da concentração de atividades empresariais acima do interesse da adquirente no justo valor líquido dos ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis da adquirida.

Deste modo, o goodwill adquirido numa concentração de atividades empresariais representa um pagamento feito pela adquirente em antecipação de benefícios económicos futuros de ativos que não sejam capazes de ser individualmente

identificados e separadamente reconhecidos. Neste sentido, o goodwill deve ser mensurado como custo residual da concentração de atividades empresariais após o reconhecimento dos ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis da adquirida.

O goodwill adquirido numa concentração de atividades empresariais não deve ser amortizado. Em vez disso, a adquirente deve testá-lo quanto a imparidade anualmente, ou com mais frequência se os acontecimentos ou alterações nas circunstâncias indicarem que pode estar com imparidade.

2.3.3.2.4 IAS 36 Imparidade de Ativos

Um ativo é escriturado por mais do que a sua quantia recuperável se a sua quantia escriturada exceder a quantia a ser recuperada através do uso ou da venda do ativo. Se este for o caso, o ativo é descrito como estando com imparidade e a Norma exige que a entidade reconheça uma perda por imparidade (IAS 36, § 1). Esta Norma exige que um ativo intangível com vida útil indefinida ou ainda não disponível para uso e o goodwill sejam testados quanto a imparidade, pelo menos anualmente (IAS 36, § 15).

O goodwill não gera fluxos de caixa independentemente de outros ativos ou grupos de ativos e muitas vezes contribui para os fluxos de caixa de várias unidades geradoras de caixa². O goodwill por vezes não pode ser imputado numa base não arbitrária a unidades geradoras de caixa individuais, mas apenas a grupos de unidades geradoras de caixa. Como resultado, o nível mais baixo dentro da entidade ao qual o goodwill é monitorizado para finalidades de gestão interna compreende por vezes um número de unidades geradoras de caixa com as quais o goodwill se relaciona, mas a que não pode ser imputado (IFRS 36, § 81).

2.3.3.2.5 IFRS 6 Exploração e Avaliação de Recursos Minerais

Esta IFRS exige que as entidades que reconheçam ativos de exploração e avaliação apreciem esses ativos quanto a imparidade e mensurem qualquer imparidade de acordo com a IAS 36 Imparidade de Ativos (IFRS 6, § 2). O que se segue são exemplos de dispêndios que

² É o mais pequeno grupo identificável de ativos que seja gerador de influxos de caixa e que seja em larga medida independente dos influxos de caixa de outros ativos ou grupos de ativos.

podem ser incluídos na mensuração inicial de ativos de exploração e avaliação (a lista não é exaustiva) (IFRS 6, § 9):

- a) aquisição de direitos de exploração;
- b) estudos topográficos, geológicos, geoquímicos e geofísicos;
- c) perfuração exploratória;
- d) valas;
- e) amostragem; e
- f) atividades relacionadas com a avaliação da exequibilidade técnica e viabilidade comercial da extração de um recurso mineral.

Uma entidade deve classificar os ativos de exploração e avaliação como tangíveis ou intangíveis de acordo com a natureza dos ativos adquiridos e aplicar a classificação consistentemente. Alguns ativos de exploração e avaliação são tratados como intangíveis (por exemplo, direitos de perfuração), enquanto outros são tangíveis (por exemplo, veículos e plataformas de perfuração) (IFRS 6, §§ 15-16). Uma entidade não deve aplicar esta IFRS a dispêndios incorridos:

- a) antes da exploração e avaliação de recursos minerais, tais como dispêndios incorridos antes de a entidade ter obtido os direitos legais de explorar uma área específica;
- b) depois de serem demonstráveis a exequibilidade técnica e viabilidade comercial da extração de um recurso mineral (IFRS 6, § 5). Na prática a Norma permite que as entidades que se dedicam a exploração de recursos minerais, capitalizem os dispêndios incorridos na fase de pesquisa da existência e avaliação da viabilidade técnica e económica para a extração e comercialização do recurso, em clara oposição ao que acontece, por exemplo, com o critério aplicável à fase de pesquisa na indústria farmacêutica, onde todos os dispêndios são reconhecidos como gastos.

2.3.3.2.6 IFRS 4 Contratos de Seguro

Para cumprir o disposto na IFRS 3, uma seguradora deve, na data de aquisição, mensurar pelo justo valor os passivos por contrato de seguro assumidos e os ativos por contrato de seguro adquiridos numa concentração de atividades empresariais. Contudo, a uma seguradora é permitido, mas não exigido, que use uma apresentação alargada que divida o justo valor dos contratos de seguro adquiridos em duas componentes (IFRS 4, §§ 31-33):

- a) um passivo mensurado de acordo com as políticas contabilísticas da seguradora para os contratos de seguro que ela emite; e

b) um ativo intangível, representando a diferença entre i) o justo valor dos direitos de seguro contratuais adquiridos e das obrigações de seguro assumidas e ii) a quantia descrita na alínea a). A mensuração subsequente deste ativo deve ser consistente com a mensuração do passivo por contrato de seguro relacionado.

Os ativos intangíveis descritos são excluídos do âmbito da IAS 36 Imparidade de Ativos e da IAS 38. Contudo, a IAS 36 e a IAS 38 aplicam-se a listas de clientes e a relacionamentos com clientes que reflitam a expectativa de contratos futuros que não façam parte dos direitos de seguro contratuais e das obrigações de seguro contratuais que existiam à data da concentração de atividades empresariais ou da transferência de carteira.

2.3.3.2.7 Síntese e enquadramento geral do tratamento contabilístico dos intangíveis

Pela análise das Normas e Interpretações supra descritas emitidas pelo IASB, verifica-se que grande parte dos dispêndios com características de intangíveis não podem ser reconhecidos como ativos nas demonstrações financeiras das entidades, sendo apenas divulgados nos anexos, em ordem a proporcionar informação útil aos utentes da informação financeira. Tal opção encontra-se, em larga medida, relacionada com questões de prudência, funcionando como um elemento desincentivador de práticas menos éticas de manipulação da informação económica e financeira, que têm estado subjacentes nos recentes escândalos associados à contabilidade criativa. Também é evidente que a classificação dos ativos intangíveis pode estar dependente do tipo de atividade exercida pelas entidades, assistindo-se, em algumas situações, a tratamentos diferentes para realidades que, aparentemente, podem ser semelhantes.

Por último, destaca-se o tratamento contabilístico dado ao *goodwill*, que pode caracterizar-se como o mais intangível de todos os ativos intangíveis, salientando-se a proibição expressa de reconhecimento do *goodwill* gerado internamente, pese embora grande parte do valor das entidades, plasmado na sua capitalização bolsista, esteja dependente desta variável assimilada pelos investidores.

Posto isto, e em jeito de conclusão, verifica-se que a contabilidade enferma de algumas limitações em matéria de enquadramento económico e financeiro dos intangíveis, o que dificulta a sua avaliação e determinação do seu impacto e contributo para a geração de valor nas empresas, conforme resulta dos vários estudos já realizados neste domínio.

2.3.3.3 As orientações seguidas pelo FASB

O Financial Accounting Standards Board (FASB) foi criado em 1973 nos Estados Unidos como órgão normalizador da contabilidade. Com a nova realidade dos mercados e as grandes transformações da economia, nomeadamente nos Estados Unidos ao nível dos processos de aquisições e fusões de empresas, cresceu também a importância dos ativos intangíveis como fonte geradora de riqueza e com isso a necessidade de adaptar o normativo contabilístico à nova realidade. O FASB emitiu várias propostas entre 1999 e o ano de 2001, de modo a adequar a contabilidade ao contexto em que as empresas se inserem e foi no ano de 2001 que emitiu duas novas normas nesta matéria.

A SFAS 141- Business Combinations, trata os processos de aquisição e fusões e a SFAS 142 – Goodwill and other intangibles, substituiu o Accounting Principles Board (Parecer do Comité de Princípios Contabilísticos) APB Opinion n.º 17, no tratamento da contabilização do *goodwill* adquirido e dos restantes ativos intangíveis.

O FASB define ativos intangíveis como “ativos que são prováveis benefícios económicos futuros, obtidos ou controlados por uma empresa, como resultado de transações ou acontecimentos passados” (FASB, 2004). Os ativos intangíveis, de acordo com a SFAS (Statement of Financial Accounting Standards) n.º 142, devem ser contabilizados pelo seu valor de mercado, quer sejam adquiridos individualmente, quer sejam adquiridos em conjunto com outros ativos. Tratando-se de uma combinação de negócios, os ativos intangíveis devem ser contabilizados em separado do *goodwill*, considerando-se o fator de separabilidade se for possível alugar, vender, transferir, ceder, ou se estiverem afetos a um contrato com outro ativo ou passivo.

Deverão ser considerados como gasto os custos não identificáveis, como os custos de manutenção ou desenvolvimento interno e que não têm vida útil definida, que sejam relacionados com a empresa como um todo e contribuam para a continuidade do

negócio (FAS 142, parágrafo 10). Em alguns ramos de atividade, como a indústria farmacêutica, são desenvolvidas muitas pesquisas, as quais não são bem sucedidas até se conseguir registrar uma patente. Neste entendimento, essas pesquisas são um gasto e só quando se concretiza o registo da patente passa a ser reconhecido como ativo intangível.

Para que um ativo intangível possa ser amortizado, deverá ter uma vida útil definida que corresponde ao período no qual esse ativo contribui para o fluxo de caixa da entidade (FAS 142, Parágrafo 11). Como são itens com uma grande subjetividade é enumerado um conjunto de regras a utilizar para o cálculo da sua vida útil.

Ao nível das diferenças de orientação entre o FASB e o IASB, salienta-se que ambos os organismos têm elaborado projetos desde 2002 (Acordo Norwalk) com vista à harmonização na contabilidade. Nesta altura não existe um formato comum de apresentação das demonstrações financeiras o que dificulta ao utilizador da informação a comparabilidade. Já em 2006 foi publicado um Memorando de Entendimento (MoU), que veio a ser atualizado em 2008.

2.4 A evolução da teoria financeira

Nos anos 40, logo após a II Guerra Mundial, a análise teórica foi posta em prática nas decisões financeiras e na rentabilização de ativos e passivos, altura em que a avaliação de empresas começou a ser relevante. No entanto, foram os anos 50 que marcaram a era das finanças modernas. Se por um lado surgiram novas indústrias, novas tecnologias e um crescimento do valor das ações, por outro lado as indústrias tradicionais diminuíram a rentabilidade.

Assim cresceu a importância do estudo do custo de capital para novos investimentos (Weston, 1975). Autores como Arow & Debreu (1954), Modigliani e Miller (1954) e Markowitz (1959), estudaram a formação de preços de ativos e de derivados e o risco e o retorno por parte dos investidores. Tobin (1958) e Sharpe (1963) estudaram o modo como esses riscos devem ser medidos. Foi uma década bastante importante para as Finanças, na medida em que o desenvolvimento da informática e a consequente capacidade de armazenamento de dados permitiu o desenvolvimento da

investigação empírica de modelos. As operações financeiras de rotina das empresas passaram a ser alvo de estudos.

Duas correntes ideológicas fazem parte desta década. As Finanças Corporativas de Modigliani & Miller (1958), em que os autores falam sobre duas proposições sobre estrutura de capitais baseadas em condições de um mercado de capitais perfeito³. A primeira estabelece que não importa a forma como as empresas determinam a estrutura de capital usando ou não a dívida, o valor da empresa não sofre alterações, sendo apenas relevante para o valor das empresas as decisões de investimento. Já a segunda proposição estabelece que o custo do capital próprio é diretamente proporcional ao nível de endividamento da empresa.

Também assumiram particular relevância os estudos de portfólio e de risco e retorno por Markowitz (1952), que teve como seguidores Tobin (1952) e Sharpe (1964). Por seu lado, Markowitz (1952) defendeu que um investidor deve formar um portfólio não só com base no retorno desejável esperado mas também na variância dos retornos indesejáveis, de modo a rentabilizar o primeiro e eliminar ou minimizar o segundo. Para Markowitz (1952) um portfólio com o máximo de retorno esperado pode não ser necessariamente o que tem menor risco e que embora a diversificação reduza o risco dos portfólios, não elimina todo o risco inerente a uma carteira de investimentos. Esta teoria permite que os investidores racionais e com aversão ao risco escolham carteiras ótimas no que respeita ao risco rendibilidade, no pressuposto que pretendem maximizar a rendibilidade da carteira esperada, conscientes do nível de risco.

Ainda na década de 50, Tobin (1952), a propósito da teoria de Markowitz e partindo da teoria Keynesiana, defendeu que os investidores optam por situações que se encontram entre um estado de total liquidez e um ponto em que há o investimento total em ativos de risco. Defende ainda que os investidores evitam o risco de perda de capital, que podem ocorrer por oscilações imprevisíveis dos preços dos ativos.

Para Tobin (1952) um investidor toma decisões combinando ativos livres de risco com o portfólio situado na fronteira eficiente, elaborado por Markowitz, resultando no

³ Que considera a inexistência de impostos e de custos de transação, a disponibilidade de informações no mercado não tem custos, bem como a possibilidade de empresas e indivíduos obterem empréstimos a uma única taxa de juro livre de risco, entre outras premissas.

teorema da separação, em que duas decisões de investimento são independentes e separadas:

- ü Cálculo do portfólio de ativos de risco mais eficientes;
- ü Definir a proporção a investir em recursos em ativos sem risco e em ativos de risco.

Na década de 60, Sharpe (1964) simplificou o modelo de Markowitz e defendeu o modelo do Capital Asset Pricing Model (CAPM), em que o risco total dos ativos é composto pelo risco sistemático e pelo risco diversificável. Para Sharpe (1964), com a mesma taxa de juro sem risco para investimentos, há um ponto na fronteira eficiente de Markowitz em que todos os investidores manterão as suas carteiras independentemente do seu grau de aversão ao risco

No modelo do CAPM um portfólio ótimo é obtido com ativos de risco e ativos sem risco e situa-se no mesmo ponto que a linha do mercado de capitais cruza com a fronteira eficiente de Markowitz, entendendo-se como equilíbrio de mercado. Nesta perspetiva Sharpe (1964) concluiu que o portfólio supereficiente é o próprio mercado, no qual os investidores não poderiam manter retornos superiores ao portfólio do mercado de forma consistente, pois o mercado tende a atingir o estado de equilíbrio, considerando que todos os investidores estão sujeitos a uma taxa de juro sem risco. Neste modelo foi introduzido o conceito do Beta (β), que mede a relação existente entre o retorno de um ativo e o mercado e se configura no risco sistemático do ativo, representando a sua contribuição para o risco de uma carteira diversificada. O desenvolvimento do modelo de CAPM (Capital Asset Pricing Model), de acordo com Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966), é o primeiro modelo a explicar a relação entre o preço dos ativos financeiros e a rentabilidade esperada de uma carteira de títulos com o risco sistemático medido pelo coeficiente beta.

Sharpe (1964) afirmava que é necessário uma estrutura específica entre os níveis de retorno esperado em ativos de risco. Esta teoria foi usada para determinar a taxa de atualização apropriada ajustado ao risco em modelos de avaliação de empresas e nas decisões de orçamento de capital.

Na década de 70 a economia norte-americana enfrentava uma grave situação, decorrente do rompimento do acordo Bretton Wood, o que levou à desvalorização do dólar. Entre 1973 e 1979 houve um aumento considerável nas cotações do barril de petróleo, pois os países da OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo)

reduziram a sua produção. Em 1974 a bolsa de Nova York entrou em crise e aumentou o clima de instabilidade. Com a situação de crise os trabalhos académicos de risco e portfólios ganharam relevância, e em 1970 a teoria de Eficiência dos Mercados, demonstrou que em mercados eficientes, os preços dos ativos financeiros refletem o conjunto de informações relevantes e disponíveis (Famá, 1996).

Autores como Brennan (1995), Famá & Miller (1972) e Stiglitz (1972) consideraram que o aumento da dívida poderá maximizar a riqueza para o acionista, mas não implica que maximize o valor da empresa (pode até criar conflitos entre acionistas e credores por terem expectativas diferentes)⁴.

Segundo Dimson (1999), Ross (1976) desenvolveu um modelo alternativo de preços de ativos, chamado APT - Arbitrage Pricing Theory, que prova a determinação de K fatores na avaliação de ativos, consubstanciando uma teoria alternativa ao CAPM. Numa operação de arbitragem o objetivo é eliminar o risco comprando o mais barato e vendendo o mais caro.

Os anos 80 foram caracterizados pelas elevadas taxas de juro internacionais, e pela redução do preço das *commodities*, levando a um aumento da dívida dos países em crescimento. O mercado começou um processo de desintermediação e de desregulamentação financeira e o estudo de mercados de futuros e opções ganhou importância. Teve grande importância na época a teoria das opções, defendendo-se que é possível criar uma posição de risco (hedging) através de uma opção assumindo uma posição em ambas: na opção e no título de que a primeira derivava.

Black & Scholes (1972) e Merton (1973) demonstraram que se os retornos do ativo subjacente seguissem um passeio aleatório de tempo contínuo, então o padrão de retornos de uma opção poderia ser reproduzido exatamente por um portfólio continuamente ajustado entre o ativo e as obrigações do tesouro ou dinheiro. Logo, num mercado eficiente o preço de uma opção teria que ser o custo de replicação do portfólio. Caso os preços divergissem existiria uma oportunidade de arbitragem (haveria um lucro sem risco, comprando o mais barato e vendendo o mais caro).

Foi uma década marcada pelo desenvolvimento de novas estratégias para minorar o risco através de derivados. Em 1988 o acordo de Basileia estabeleceu uma estrutura de

⁴ Este conflito de interesses denomina-se “teoria da agência”.

cálculo de capital mínimo para as instituições financeiras, que se tornou referência para a supervisão bancária (Garcia, 2003). A globalização da economia gerou um aumento do fluxo internacional de capitais, de produtos e de serviços levando a uma maior interdependência entre os países e que por sua vez aumentou os riscos de exposição das empresas.

Para fazer face a esses riscos o mercado financeiro desenvolveu modelos de avaliação de risco que começaram a ser levadas em conta nos processos de gestão e de tomada de decisões das empresas. Estratégias de cobertura de risco como derivativos, opções, swaps, hedges, foram um modo de contornar o risco-retorno (Neto, 2003). Segundo Brealey & Myers (1992) e Copeland Weston (1989), a questão da eficiência dos mercados assume um papel relevante na teoria financeira, destacando-se o tema dos derivativos.

A diminuição dos custos de redução de níveis hierárquicos refletiram nas finanças novas técnicas de custeio como o ABC “Activity Based Cost”, e de mensuração da riqueza proporcionada aos acionistas pelos administradores, como o EVA - Economic Value Added (Rappaport, 1996). Ocorreu nas empresas um período de reengenharia também chamado de *downsizing*.

Na década de 90 surgem correntes que põem em causa o CAPM e a hipótese de eficiência do mercado. Fama e French (1992) de algum modo põem em causa o modelo de Sharpe e de Haugen (1995), criticando a definição de mercados eficientes. Vão ganhando destaque os estudos que relacionam o comportamento humano e os conceitos económicos, de modo a perceber a influência humana nas decisões financeiras, e ao que se chama de finanças comportamentais, fundado por Richard Thaler.

No final da década de 90 surgiram várias crises económicas e foi assinalado pelo crescimento dos preços das ações de empresas ligadas à nova economia. Entre 1990 e 2000 as grandes empresas recorreram sistematicamente ao uso da tecnologia, que ainda se encontra numa fase crescente, e deixaram de ser empresas industriais, dando lugar às empresas de tecnologia como a Cisco e a Microsoft, criando novos desafios ao nível da avaliação, onde os intangíveis integram a chamada face oculta (Damodaran, 2007).

2.5 A avaliação de empresas

Neste ponto elencam-se os principais modelos de avaliação de empresas, sendo que o caso particular da avaliação dos ativos intangíveis assume particular relevância e encerra um elevado grau de dificuldade.

A avaliação de uma empresa deverá representar de forma objetiva a qualidade e as expectativas de crescimento e tem que ser sustentada por informações fiáveis e de qualidade.

“A avaliação de empresas e negócios consiste no processo usado para determinar o valor de uma entidade comercial, industrial, de serviços ou de investimento com o intuito de exercer uma atividade económica” (Neves, 2002).

Ao longo da análise da literatura da especialidade, observa-se que não há consenso quanto à metodologia a utilizar na avaliação, sendo que os vários métodos e modelos podem ser utilizados em conjunto ou separadamente mas é difícil a comprovação exata dos resultados por se estar a trabalhar com premissas e hipóteses. Damodaran (1997) refere que quaisquer interpretações que o avaliador possa fazer no estudo, acabarão por se incorporar ao valor final. O autor também refere que ainda existem mitos sobre a avaliação de empresas, que não têm fundamento, ou seja, que uma avaliação é bem-feita e mais precisa se os modelos forem quantitativos, e se for bem elaborada e fundamentada tem carácter duradouro.

2.5.1 As demonstrações financeiras como elemento base da avaliação

O Sistema de Normalização Contabilística (SNC), no ponto 2.1.4 das bases para a apresentação das demonstrações financeiras, considera que um conjunto completo de demonstrações financeiras de finalidades gerais é composto por:

- Balanço;
- Demonstração dos Resultados⁵;
- Demonstração das alterações no capital próprio;
- Demonstração dos Fluxos de Caixa;

⁵ É facultativa a emissão da demonstração dos resultados por naturezas ou por funções.

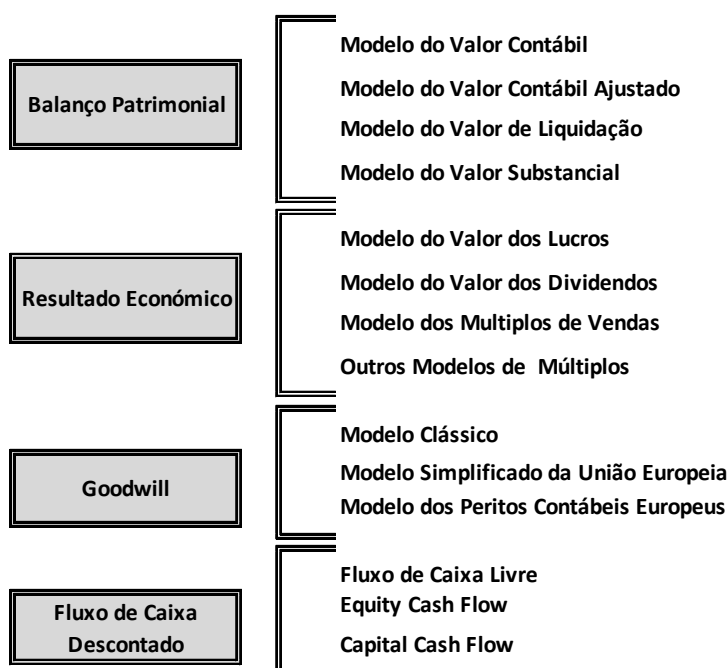
- Anexo com as divulgações das bases de preparação e políticas contabilísticas adotadas e outras divulgações.

Segundo Neto (2006), a completar a informação dos relatórios obrigatórios, existem os não obrigatórios e que são por norma destinados a análises internas de gestão. Para o autor, a análise das demonstrações financeiras consiste em relatar, com base nas informações contabilísticas fornecidas pelas empresas, a posição económico-financeira atual, as causas que determinam a evolução apresentada e as tendências futuras.

2.5.2 Modelos de avaliação

Ao longo dos anos vários autores desenvolveram modelos para avaliação de empresas. No entanto e segundo Goulart (1999), é um processo complexo pelo facto de existirem diversos objetivos, cabendo ao avaliador escolher qual o método a aplicar ao caso concreto em estudo, existindo diferentes métodos que consideram diferentes aspetos, complexidades, quantidade de dados e informações.

Figura 1 – Diversas óticas de avaliação de empresas



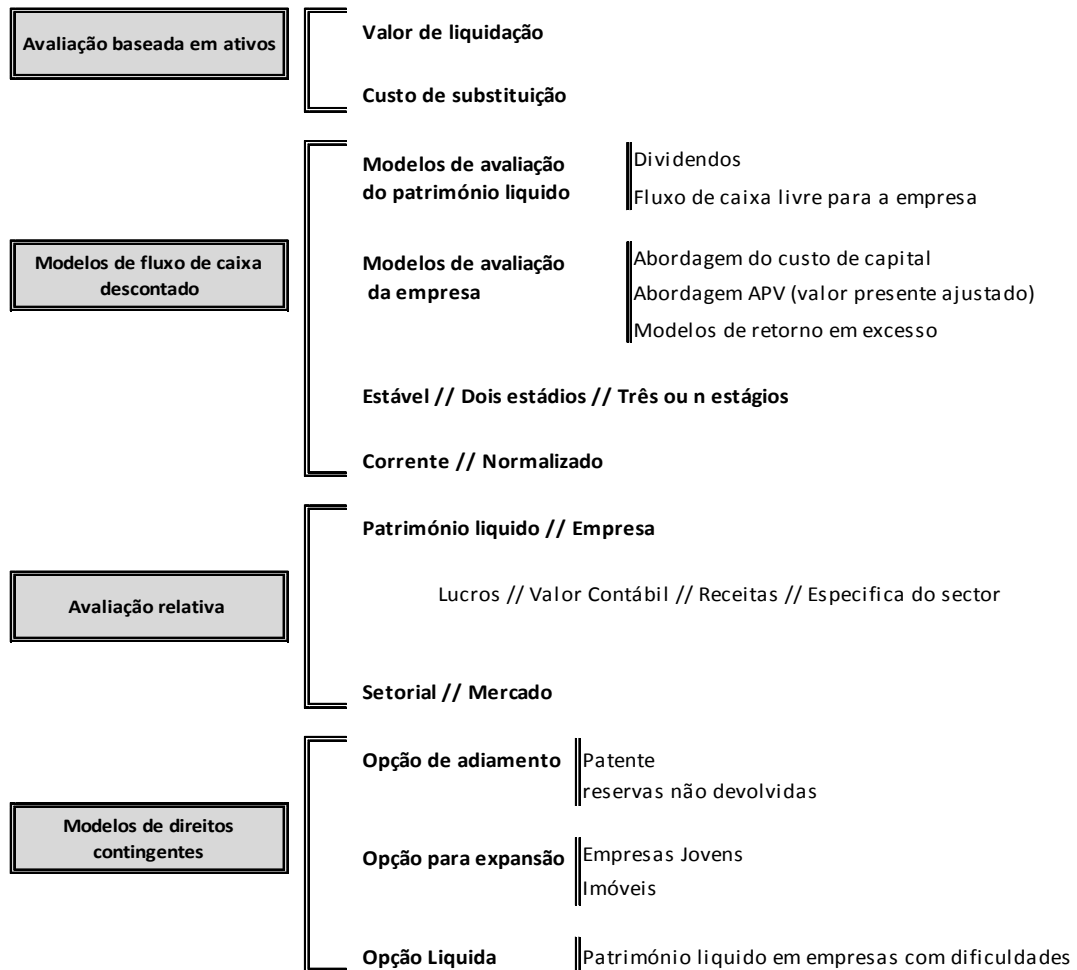
Fonte: Adaptado de Fernandez (2001).

Damodaran (1997) refere que uma empresa só poderá ser convenientemente avaliada se existir um conjunto de dados, como o seu historial ao nível de desempenho, o setor de atuação, mercado consumidor, aspetos sociais, jurídicos, fiscais, entre outros. Quanto mais informação o avaliador tiver sobre a empresa, melhor pode efetuar a abordagem, pois não se trata de uma ciência exata, mas que também depende da sensibilidade do avaliador. As escolhas das abordagens metodológicas devem ter em conta a finalidade da avaliação e as especificidades da empresa, para que reflita o seu valor real.

Para o mesmo autor a avaliação de empresas pode ser feita por quatro abordagens: a avaliação baseada em ativos; a avaliação pelo fluxo de caixa descontado; a avaliação relativa e a avaliação de direitos contingentes. Cabe ao avaliador a decisão da abordagem a utilizar, tendo em consideração as envolventes da empresa que vai avaliar (Damodaran, 2007).

A avaliação pelo fluxo de caixa atualizado relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados relativos aquele ativo. A avaliação relativa, ou por múltiplos, estima o valor da empresa a partir da comparação com outras empresas (empresas comparáveis) em relação a uma variável comum, como o lucro, o fluxo de caixa ou EBITDA. Por último, a avaliação por contingentes, é feita com base em modelos de valorização de opções de modo a obter o valor dos ativos que possuam características de opções.

Figura 2 – Modelos de avaliação propostos por Damodaran

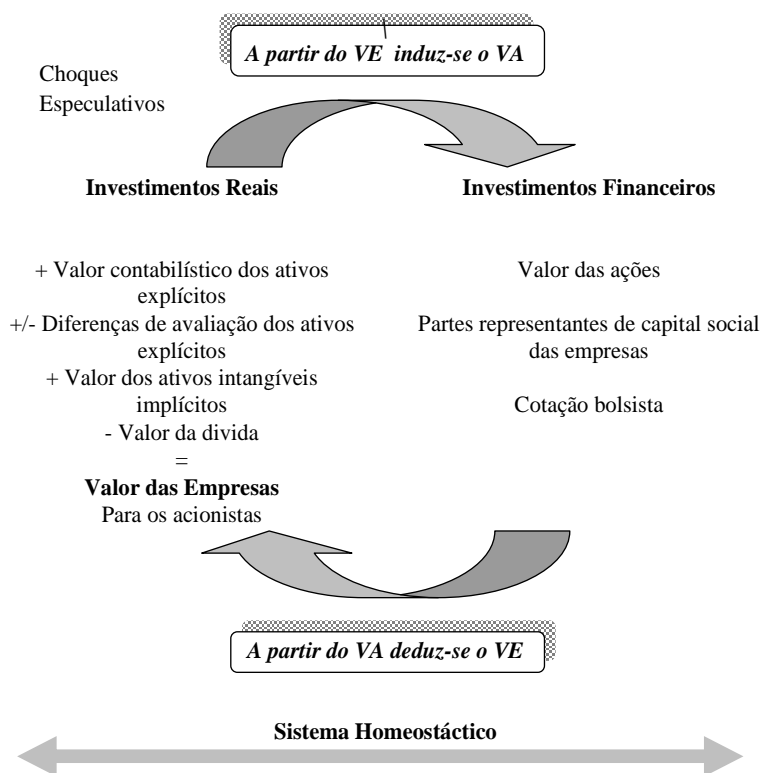


Fonte: Adaptado de Damodaran (2007).

2.5.3 Relação entre o valor das empresas e a informação contabilística

A figura seguinte procura traduzir a relação que se estabelece entre o valor das empresas (VE) e a cotação das suas ações (VA), numa ótica de relacionamento entre investimentos reais e investimentos financeiros.

Figura 3 – Relação entre o valor da empresa e a cotação das suas ações



Fonte: Elaboração própria.

Segundo Lev (2001), o aumento do índice *market value / book value* nas empresas que compõem o S&P 500 subiu de 1 para 6 em 2001. Um dos motivos que pode explicar a diferença entre o valor contabilístico e o valor de mercado das empresas são os ativos intangíveis, os quais não constam das demonstrações financeiras mas que geram valor para os acionistas (Parr, 1994).

A temática da valorização dos ativos intangíveis, bem como o seu contributo no valor das empresas, têm sido estudados ao longo dos anos por vários especialistas, que, para o efeito, criaram e testaram modelos. No entanto, pelo seu carácter de itens que não têm corpo são difíceis de quantificar e nem sempre estão devidamente identificados nas demonstrações financeiras, não permitindo aos utentes da informação obter uma clara evidência do valor das empresas (Hendriksen e VanBreda, 1999). Assumem aqui primordial importância os casos dos ativos intangíveis implícitos que não estão

previstos nas demonstrações financeiras, mas que podem ser tão ou mais importantes que os ativos intangíveis que estão contabilizados (Damodaran, 2007).

Este problema ganhou maior evidência nos anos oitenta quando os investidores começaram a deparar-se com uma nova realidade, a das aquisições e fusões de empresas, e em que empresas foram avaliadas pelos seus adquirentes por valores muito acima dos valores contabilizados (Lev, 2001). De acordo com Kohli (1997) a Philips Morris (empresa de tabaco) adquiriu a Kraft Foods (indústria alimentar) por um valor 600% superior ao valor contabilizado dos seus ativos líquidos.

Lev (1999), num estudo empírico verificou que a relação entre os lucros e a cotação das ações no período 1976-1995 deteriorou-se mais para as empresas que realizaram fortes investimentos em investigação e desenvolvimento, concluindo que o tratamento inadequado dos investimentos intangíveis (capital intelectual) nas demonstrações financeiras, com a sua contabilização imediata como gastos, contribuiu para a deterioração da informação plasmada no relato financeiro, sendo que os investidores valorizam mais o investimento em inovação (capital intelectual), para efetuarem as suas escolhas.

Concluiu ainda o mesmo autor que, com o avançar do tempo e independentemente da dimensão das empresas, existe a necessidade de diferenciação para dinamizar os negócios, e o uso da tecnologia é recorrente, sendo que em algumas empresas o valor dos ativos intangíveis superou o valor dos ativos fixos tangíveis (Lev, 2001). Na mesma linha de pensamento, Kayo (2002) concluiu que os ativos tangíveis deixaram de ser um fator de diferenciação e de competitividade das empresas, sendo que a diferenciação encontra-se nos ativos intangíveis.

Também de acordo com Brennan (2001), que estudou a forma como 11 empresas irlandesas cotadas em bolsa, com uma forte componente de ativos intangíveis e capital intelectual, divulgaram esta realidade nos seus relatórios e contas, observou-se que os valores de mercado das ações eram muito superiores aos seus valores contabilísticos, sugerindo que as empresas irlandesas, baseadas no conhecimento, tem um nível substancial de intangíveis (bens de capital não físico ou capital intelectual), e que a

divulgação dos atributos de capital intelectual pelas 11 empresas objeto de estudo foi baixa.

Chan *et al.* (1999), avaliaram se o preço das ações reflete o valor divulgado dos ativos intangíveis, especialmente no que respeita às despesas de investigação e desenvolvimento. Consideraram que na era do progresso tecnológico e do conhecimento científico, os ativos intangíveis assumem-se como um recurso fundamental e constituem uma importante vantagem competitiva, sendo que as empresas que se dedicam com maior intensidade ao investimento em atividades de pesquisa e desenvolvimento ainda não conseguem avaliar de uma forma precisa, o momento a partir do qual estes investimentos começam a ter impacto no seu valor de mercado. Mais adiantaram que, na maioria das vezes, estas empresas não conseguem prever a amplitude dos benefícios económicos de tais investimentos, nem o horizonte temporal em que irão ocorrer.

Segundo Damodaran (2009), os princípios contabilísticos acabam por ser inconsistentes para efeitos de avaliação de empresas com investimentos significativos em intangíveis. De acordo com o autor, ao contrário do que se verifica na avaliação de empresas industriais, onde há uma separação e identificação clara dos investimentos em ativos fixos tangíveis, como sejam as instalações e maquinaria, das despesas operacionais, nas empresas tecnológicas, farmacêuticas e de comercialização de bens de consumo, onde as despesas de investigação e desenvolvimento, marcas, publicidade, formação do pessoal, não são reconhecidas como ativos intangíveis, mas antes como despesas operacionais, as suas demonstrações financeiras dão uma imagem aparente que não efetuem investimentos duradouros e, ao mesmo tempo, tais despesas concorrem para uma redução dos resultados do exercício em que incorrem, acabando por não traduzir a sua verdadeira dimensão e potencial de crescimento. Estas orientações contabilísticas estribam-se na argumentação que os benefícios económicos futuros associados a tais despesas são muito incertos.

Lev e Sougiannis (1996) conduziram uma investigação visando demonstrar a influência da capitalização das despesas de investigação e desenvolvimento sobre a cotação e rendibilidade das empresas, partindo da premissa inicial de que os lucros (E) são uma função dos ativos tangíveis (AT) e intangíveis (AI). Neste estudo testaram a relação entre os lucros e os ativos intangíveis, através de um modelo de regressão linear

múltipla, com os resultados operacionais antes de depreciações, amortizações e gastos em publicidade e I&D do ano n , como variável dependente (Y), e como variáveis independentes utilizaram, com referência ao ano $n-1$, os ativos tangíveis, inventários, investimentos em empresas não consolidadas incluindo o *goodwill* aos valores do início do ano ($X1$), a despesa anual em I&D a preços correntes ($X2$) e a despesa anual em publicidade ($X3$), sendo todas as variáveis dependentes divididas pelas vendas do ano n , para ajustar os efeitos da inflação. Concluíram que o investimento em I&D tem uma relação positiva com os resultados operacionais correntes e futuros das empresas.

Na continuação das investigações acerca da relevância dos ativos intangíveis, Lev e Sougiannis (1996), Abrahams e Sidhu (1998), Aboody e Lev (1998), concluíram que estes são relevantes para o valor das empresas. Por outro lado, Godfrey e Koh (2001), estudando um conjunto de empresas australianas demonstraram em que medida os ativos intangíveis podem explicar o valor das empresas, bem como os grupos de ativos intangíveis mais relevantes, concluindo que o grupo das despesas de investigação e desenvolvimento não foi relevante dentro da amostra em estudo. Esta conclusão não corrobora os estudos anteriores elaborados por outros autores como Abrahams e Sidhu (1998), Ahmed e Falk (2000), Smith, Percy e Richardson (2001), podendo a divergência ser explicada devido a diferenças na composição das amostras (dimensão das empresas, diferenças temporais ou de políticas contabilísticas).

Uma das medidas de valor das empresas, que conjuga a informação de mercado com a informação contabilística, designa-se por *enterprise value* (EV), o qual corresponde ao valor total dos ativos afetos ao negócio da empresa, plasmado no total do ativo económico⁶ a preço de mercado. Dito de outra forma, o *enterprise value* pode ser determinado através do somatório da capitalização bolsista, com a dívida financeira líquida e com os interesses minoritários a preço de mercado, deduzido dos ativos não afetos à exploração, conforme expressão seguinte (1):

$$\text{Enterprise value} = \text{CB} + \text{Net debt} + \text{IM}_m - \text{AE} \quad (1)$$

em que:

⁶ O ativo económico corresponde à soma do ativo não corrente com o fundo de maneo necessário.

CB – Capitalização bolsista = N.º de ações em circulação x cotação

Net debt – Passivo financeiro, deduzido dos valores de caixa e equivalentes

IM_m – Interesses minoritários ou interesses sem controlo a preço de mercado

AE – Ativos não afetos à exploração

Segundo Gomes *et al.* (2006), para obter o valor total da empresa, também designado de *Firm Value*, deve adicionar-se ao *Enterprise Value* o valor de mercado de ativos extraexploração cujos cash flows não foram incorporados no cálculo do FCFE – *Free Cash Flow to the Firm*.

No que respeita à mensuração dos interesses minoritários, tendo em conta que representam a parcela atribuível aos demais detentores de capital das empresas participadas pela empresa mãe, tendo em vista a determinação do seu valor de mercado pode-se utilizar a proporção entre o seu valor contabilístico e o *price to book value*, a qual será multiplicada pela capitalização bolsista em ordem ao apuramento do seu valor de mercado. De acordo com Neves (2002), o *enterprise value* da Semapa, em 31 de dezembro de 2000, calculava-se da seguinte forma:

Tabela 4 – Cálculo do *enterprise value* segundo Neves (2002)

Preço de cotação (31/12/2000)	3,85 €
N.º ações em circulação	116.779.163
Capitalização bolsista (1000€)	449.600
Peso dos interesses minoritários no balanço	48,80%
Interesses minoritários (V. mercado) ⁽¹⁾ (1000€)	428.525
Passivo financeiro ⁽²⁾ (1000€)	498.115
Acréscimo ao passivo ⁽³⁾ (1000€)	8.523
- Disponibilidades (1000€)	24.581
Enterprise value (1000€)	1.360.182

- (1) Os interesses minoritários foram estimados ao valor de mercado tendo por base a mesma proporção que representam em relação ao capital próprio a valores contabilísticos:

$$\frac{449.600}{(1 - 0,488)} \times 0,488 = 428.525$$

- (2) O passivo financeiro corresponde ao passivo total deduzido do passivo cíclico (por ser passivo espontâneo da exploração).
- (3) De acordo com a Certificação Legal de Contas a Secil, na qual a Semapa detém 55,38%, tem uma responsabilidade de fundo de pensões não coberta no valor de 14 600 milhares de euros.

De acordo com Kayo (2002), tratando-se de empresas de capital aberto cotadas em bolsa, parte-se da premissa que o valor das suas ações reflete os seus resultados futuros em termos de fluxos de caixa. Logo o valor dessas empresas pode ser obtido pela seguinte expressão (2):

$$V_m = D + S_m \quad (2)$$

em que:

V_m = valor de mercado da empresa

D = Dívida financeira

S_m = valor de mercado do capital próprio (n.º de ações x cotação)

Segundo o autor, o valor contabilístico da empresa (dívida financeira + capital próprio) também pode ser designado por capital tangível da empresa. Assim, uma das formas de aferir o valor dos intangíveis consiste em subtrair o valor contabilístico do valor de mercado, conforme expressão seguinte (3):

$$V_i = V_m - V_c \quad (3)$$

em que:

V_i = valor dos ativos intangíveis

Substituindo V_m pela expressão do valor atual dos fluxos de caixa futuros, conforme proposto por Feltham e Ohlson (1995), obtém-se a seguinte expressão para mensuração dos intangíveis (4):

$$V_i = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FC_t}{(1 + K)^t} - V_c \quad (4)$$

3 METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

3.1. Introdução

A metodologia de investigação consistiu na constituição da amostra e na realização de estatísticas descritivas e regressão linear múltipla, visando ilustrar o peso dos intangíveis no valor das empresas. Foram efetuadas várias simulações e combinações de variáveis independentes, até chegar ao modelo final constante no capítulo dos resultados obtidos.

A amostra foi ainda testada com os modelos constantes do estudo elaborado por Godfrey e Koh (2001) sobre um conjunto de empresas Australianas e cujo objetivo era comprovar a relevância dos ativos intangíveis no valor das empresas, assim como quais os grupos de ativos intangíveis mais significativos.

3.2 Seleção da amostra e das variáveis

Apresenta-se em seguida a tabela resumo das empresas que integravam o PSI-20 no período em análise, e que constituem a amostra utilizada no estudo, com a caracterização do tipo de negócio exercido.

Tabela 5 – Listagem das empresas do PSI-20 que integram a amostra em estudo

Empresa	Negócio	Datas
Altri	Produção papelreira e energética	2005-2010
Banco Comercial Português	Finanças e capitalização	2004-2010
Banco Espírito Santo	Finanças e investimentos	2004-2010
Banco Português de Investimento	Finanças e investimentos	2004-2010
Cimpor	Produção de cimentos	2004-2010
Brisa	Concessionária de autoestradas	2004-2010
EDP	Produção e distribuição de eletricidade	2004-2010
EDP Renováveis	Produção de energias renováveis	2008-2010
Galp	Petrolífera e de combustíveis	2006-2010
Jerónimo Martins	Grande distribuição, maioritariamente distribuição alimentar	2004-2010
Mota-Engil	Construção civil	2004-2010
Portucel	Comercialização de papéis de alta qualidade	2004-2010

Portugal Telecom	Telecomunicações e de multimédia	2004-2010
REN	Geração e distribuição de eletricidade	2007-2010
Semapa	Produção de cimentos	2004-2010
Sonae	Administração de recursos próprios	2004-2010
Sonae Indústria	Indústria de matéria-prima, distribuição e venda de alimentos, administração de centros comerciais, turismo construção, telecomunicações, transporte e capitais de risco	2004-2010
Sonaecom	Comunicação social, telecomunicações, Internet e informática	2004-2010
ZON	Distribuição de multimédia	2004-2010
Teixeira Duarte	Construção civil	2004-2010

Fonte: Adaptado de wikipédia.

O PSI-20 corresponde ao acrónimo de *Portuguese Stock Index*, é o principal índice da Euronext Lisboa e, portanto, o principal índice de referência do mercado de capitais português. É composto pelas ações das vinte maiores empresas cotadas na bolsa de valores de Lisboa e reflete a evolução dos preços dessas ações, que são as de maior liquidez entre as negociadas no mercado português.

O valor base do PSI-10 remonta a 31 de dezembro de 1992 e foi de 3000 pontos, sendo o índice lançado com uma dupla finalidade:

- ü Servir de indicador da evolução do mercado acionista português;
- ü Servir de suporte à negociação de contratos de futuros e opções.

A capitalização bolsista das emissões que compõem o PSI-20 é ajustada pelo *free float*, não podendo cada emissão ter uma ponderação superior a 20% nas datas de revisão periódica da carteira. Devido às suas características, o índice PSI-20 foi selecionado pelo mercado para servir de subjacente a produtos estruturados, cuja rentabilidade depende, de uma ou de outra forma, do comportamento do mercado bolsista português.

Na primeira fase de elaboração do presente trabalho, foi recolhida a informação contabilística e financeira dos relatórios e contas consolidados das empresas no horizonte temporal 2004-2010. A partir dessa informação construiu-se um modelo standard de balanço em Excel de modo a uniformizar a apresentação e a estrutura dos dados. Note-se que, apesar das empresas estarem obrigadas a apresentar contas de acordo com as IFRS, verifica-se que cada uma delas tende a adequar os modelos de

demonstrações financeiras às suas especificidades, nomeadamente as instituições financeiras.

Na referida estrutura de balanço segregaram-se os vários tipos de ativos intangíveis apresentados pelas empresas na rubrica do ativo não corrente, os quais são doravante denominados por ativos intangíveis explícitos (AIE), ou seja, que são reconhecidos e apresentados na face do balanço. Considerou-se que este detalhe da informação terá relevância numa fase posterior do estudo, em ordem a aferir quais os ativos intangíveis que têm maior peso na determinação do valor das empresas.

A diferença entre a capitalização bolsista no final de cada exercício, que correspondente à cotação da ação de cada empresa multiplicada pelo número de ações em circulação⁷, acrescida dos interesses minoritários, e o valor contabilístico dos capitais próprios, foi denominada por ativos intangíveis implícitos (AII), os quais podem ser equiparados ao denominado *goodwill* gerado internamente, mas que não pode ser reconhecido contabilisticamente, conforme determina a IAS 38. Este valor foi adicionado ao capital próprio e aos ativos intangíveis, conduzindo à mensuração do ativo a preços de mercado, conforme resulta da expressão seguinte (5):

$$\text{Ativo a preço de mercado} = \text{Ativo contabilístico} + \text{Ativos intangíveis implícitos} \quad (5)$$

Em seguida selecionou-se um conjunto de medidas económico-financeiras e de rácios, com o propósito de observar o seu poder explicativo para influenciarem o valor das empresas traduzido pela sua capitalização bolsista, designadamente, o volume de negócios, o EBITDA, o resultado líquido, os ativos intangíveis explícitos e os ativos intangíveis implícitos. Calcularam-se as respetivas medidas de dispersão central e construiu-se o modelo de regressão linear múltipla, culminado com a análise dos dados e verificação dos coeficientes de correlação para comprovar a bondade dos resultados obtidos.

⁷ Número de ações em circulação = Total de ações que representam o capital social da empresa, deduzido das ações próprias.

3.3 Composição da base de dados

A primeira fase deste trabalho de investigação consistiu na construção de uma base de dados das empresas que integravam o PSI-20 no exercício de 2008, com referência ao período temporal 2004-2010, a partir da recolha da informação económica e financeira disponibilizada por cada empresa no seu site institucional. Em concreto foi elaborada uma folha de cálculo em Excel para recolha das informações nos relatórios e contas consolidados, com as seguintes especificidades:

- Û O ativo foi dividido em não corrente e corrente;
- Û Dentro do ativo não corrente efetuou-se a desagregação dos ativos intangíveis explícitos, repartidos, sempre que aplicável, por: *goodwill*; projetos de desenvolvimento; programas de computador; propriedade industrial; licenças de CO2; licenças de exploração; marcas; trespases e outros ativos intangíveis;
- Û O resultado líquido expresso no capital próprio corresponde ao resultado líquido global do grupo, logo engloba também a parcela imputável aos interesses minoritários;
- Û No caso dos bancos, efetuou-se uma repartição entre ativos não correntes e ativos correntes, tal como em passivos não correntes e passivos correntes, tendo em conta que a informação de base não contemplava este detalhe;
- Û No caso concreto da Brisa, tendo em conta que a empresa a partir do exercício de 2009, inclusive, passou a classificar e a apresentar os direitos das concessões, representativos dos ativos revertíveis construídos ao longo dos tempos, no ativo intangível, entendeu-se, por questões de comparabilidade, considerar tais valores no ativo fixo tangível, à semelhança da opção seguida pela empresa até ao exercício de 2008.

A partir das demonstrações dos resultados por naturezas extraiu-se o montante do volume de negócios e calculou-se o EBITDA, que corresponde ao resultado antes de depreciações e amortizações, juros e impostos.

Relativamente à composição do capital social, identificou-se o número de ações que o compõem, bem como o número de ações próprias detidas por cada empresa no final do exercício, com o objetivo de determinar a capitalização bolsista representativa

da cotação global das ações em circulação e que representam o capital próprio a preços de mercado. Para o efeito, extraíram-se as cotações de fecho das ações de cada empresa no final de cada exercício.

3.4 Variáveis e outras medidas utilizadas no estudo

A partir do ativo contabilístico de cada empresa, adicionou-se-lhe o montante correspondente à diferença entre a capitalização bolsista no final de cada exercício e o capital próprio expresso nos balanços, que se designou por ativos intangíveis implícitos. Na prática, tomando como base o axioma da teoria financeira que os mercados são eficientes, os investidores valorizam os títulos pela previsão dos rendimentos que os mesmos irão gerar no futuro. Logo, o diferencial entre a cotação e o *price to book value* reflete um ativo intangível equiparado ao *goodwill* gerado internamente.

Assumiu-se que o total do ativo de cada empresa, calculado de acordo com a metodologia descrita no parágrafo antecedente, representa o valor global da empresa (VE), e que identifica o conjunto dos seus bens e direitos. Note-se que, pelo facto de as empresas utilizarem como referencial contabilístico as normas internacionais de contabilidade, também a maioria dos seus ativos já se encontra expresso a justo valor, logo todo o ativo fica expresso a preços de mercado. Obviamente que o valor global da empresa resulta do investimento efetuado pelos acionistas e pelos credores, conforme figura seguinte:

Figura 4 – Valor global da empresa

Ativo a preço de mercado	Capital próprio a preço de mercado
	Valor da empresa para os acionistas
Valor total da empresa (VE)	Capital alheio a preço de mercado
	Valor da empresa para os credores

Fonte: Elaboração própria.

A partir da relação estabelecida entre os ativos intangíveis explícitos (AIE), ativos intangíveis implícitos (AII) e o total do ativos intangíveis (AI), com recurso ao SPSS, calcularam-se as medidas de dispersão central (média, desvio padrão, máximo e

mínimo), numa matriz de dupla entrada considerando as medidas para o total das empresas em cada ano.

Ainda no campo da análise de dados, utilizando a mesma metodologia usada por Godfrey e Koh (2001), visando extrair informação ao nível da regressão linear múltipla, construíram-se as variáveis independentes, assumindo como variável dependente o valor da capitalização bolsista (CB) relativamente ao número de ações em circulação. Assim, as variáveis utilizadas foram:

Variável dependente (Y)

Y - Capitalização bolsista: corresponde ao total de ações em circulação (número de ações representativas do capital da empresa, deduzido das ações próprias), multiplicado pelo valor da cotação no final do exercício.

Variáveis independentes (X₁, X₂, X₃, X₄, X₅ e X₆)

(X₁) Ativos fixos tangíveis: corresponde aos ativos fixos tangíveis consolidados de cada exercício.

(X₂) - Passivo: corresponde valor do passivo consolidado de cada exercício.

(X₃) - Ativos intangíveis explícitos: são os ativos intangíveis apresentados na face dos balanços consolidados de cada exercício e cujo reconhecimento resulta das orientações contabilísticas (*goodwill*, software, licenças, marcas adquirias, patentes, etc.).

(X₄) - Goodwill: corresponde ao valor do *goodwill* apresentado explicitamente na face dos balanços no final de cada exercício.

(X₅) - I&D: corresponde às despesas de investigação e desenvolvimento apresentadas explicitamente nos balanços no final de cada exercício.

(X₆) - Outros ativos intangíveis: corresponde ao valor de software, marcas, licenças de CO₂, patentes, etc.

3.5 Descrição dos modelos de análise de dados

3.5.1 Estatísticas descritivas

Numa primeira análise e recorrendo à estatística descritiva, construiu-se uma tabela com a média da série cronológica em estudo para as 20 empresas, com o objetivo de verificar a representatividade do valor total ativos intangíveis em relação ao valor da capitalização bolsista e, simultaneamente, a relação com os ativos intangíveis explícitos e implícitos, isoladamente.

3.5.2 Modelo de regressão linear múltipla

O modelo de regressão linear múltipla, baseado nos estudos de Godfrey e Koh (2001), no qual todas as variáveis são divididas pelo número de ações em circulação, é composto por dois modelos alternativos e complementares, como segue (6 e 7):

Modelo 1 – Análise da relevância dos ativos intangíveis no valor da empresa

$$\text{CapB}_a = a_0 + a_1 \text{AFT}_a + a_2 \text{Pass}_a + a_3 \text{AIE}_a + \varepsilon \quad (6)$$

Modelo 2 – Análise da relevância dos grupos individuais dos intangíveis

$$\text{CapB}_a = a_0 + a_1 \text{AFT}_a + a_2 \text{Pass}_a + a_4 \text{GW}_a + a_5 \text{ID}_a + a_6 \text{lout}_a + \varepsilon \quad (7)$$

em que:

CapB_a - Capitalização bolsista

AFT_a - Ativos fixos tangíveis

Pass_a – Passivo

AIE_a – Ativos intangíveis explícitos

GW_a – Goodwill

ID_a – Despesas de investigação e desenvolvimento

Iout_a – Outros ativos intangíveis

O modelo parte de duas equações que põem em evidência os ativos intangíveis, sendo que na primeira parte os ativos intangíveis capitalizados são tratados no seu todo e na segunda são desagregados em *goodwill*, despesas de investigação e desenvolvimento e outros ativos intangíveis (programas de computador, marcas, patentes, licenças, etc.). À semelhança dos estudos anteriormente efetuados, por questões de normalização dos dados, as variáveis foram divididas pelo número de ações ordinárias em circulação.

Do ponto de vista da análise estatística dos resultados, de acordo com Neves (2002), verificou-se a significância geral do modelo através:

- ü Da análise do coeficiente de determinação (R^2) e do coeficiente de determinação ajustado (R^2 ajustado);
- ü Da análise do grau de significância da estatística F, o qual apresentou valores próximo de zero, indicando que o modelo em geral é aceitável com um grau de confiança próximo de 100%,
- ü Da análise do teste t, considerando que, para valores de p inferiores a 0,05, os coeficientes são adequados com mais de 95% de probabilidade de confiança.

4 RESULTADOS OBTIDOS

4.1 Estatística descritiva

Na tabela seguinte apresenta-se os resultados da estatística descritiva para os valores médios das variáveis utilizadas e dos rácios das 20 empresas, no período 2004-2010. Incluíram-se também as variáveis económicas (RL, EBITDA e VN) de cada empresa para ilustrar a sua dimensão e possível impacto na capitalização bolsista.

Tabela 6 – Análise descritiva das variáveis utilizadas no estudo e dos rácios dos ativos intangíveis sobre a capitalização bolsista por empresa

Valores em €000

Empresas	Capitalização bolsista	Resultado líquido	EBITDA	Volume de negócios	AIE	AII	AI	Rácio AIE / CB	Rácio AII / CB	Rácio AI / CB
ALTRI	349.028	20.371	77.594	311.984	227.255	259.032	486.287	65,11%	74,22%	139,33%
BCP	6.924.398	491.195	560.277	3.709.199	426.313	1.082.111	1.508.423	6,16%	15,63%	21,78%
BES	4.883.778	413.546	680.711	3.170.723	114.254	-380.206	-265.951	2,34%	-7,79%	-5,45%
BPI	2.969.562	226.303	347.296	2.031.185	9.652	812.133	821.785	0,33%	27,35%	27,67%
BRISA	4.307.021	284.982	452.455	603.636	90.115	2.708.491	2.798.606	2,09%	62,89%	64,98%
CIMPOR	3.521.584	259.514	562.839	1.845.600	1.180.345	1.702.116	2.882.461	33,52%	48,33%	81,85%
EDP	12.815.473	879.470	2.606.469	11.151.427	5.804.766	3.409.555	9.214.321	45,29%	26,60%	71,90%
EDP RENOVÁVEIS	4.753.436	99.639	564.392	675.242	1.343.518	-661.393	682.126	28,26%	-13,91%	14,35%
GALP ENERGIA	9.798.525	476.133	960.945	13.182.135	697.431	7.428.511	8.125.942	7,12%	75,81%	82,93%
JERÓNIMO MARTINS	2.904.637	189.679	422.738	5.711.654	603.511	1.776.551	2.380.061	20,78%	61,16%	81,94%
MOTA ENGL	701.075	46.088	202.951	1.587.486	188.704	305.431	494.136	26,92%	43,57%	70,48%
PORTUCEL	1.473.674	119.989	290.871	1.118.899	380.283	307.617	687.900	25,81%	20,87%	46,68%
PORTUGAL TELECOM	8.559.699	782.457	2.063.760	5.413.180	3.195.655	5.219.319	8.414.974	37,33%	60,98%	98,31%
REN	1.602.144	129.232	392.565	589.857	3.774	591.025	594.799	0,24%	36,89%	37,13%
SEMAPA	1.227.944	149.816	433.737	1.393.689	498.706	-310.564	188.142	40,61%	-25,29%	15,32%
SONAE COM	974.744	13.575	186.619	899.813	637.887	101.281	739.169	65,44%	10,39%	75,83%
SONAE INDÚSTRIA	600.542	-7.310	209.524	1.581.036	6.973	168.182	175.155	1,16%	28,00%	29,17%
SONAE SGPS	2.315.101	236.413	644.834	5.567.207	926.618	135.380	1.061.998	40,02%	5,85%	45,87%
TEIXEIRA DUARTE	627.958	31.702	135.094	996.802	44.494	-27.160	17.335	7,09%	-4,33%	2,76%
ZON	2.039.956	68.916	295.417	718.288	317.164	1.631.142	1.948.306	15,55%	79,96%	95,51%
Média geral	3.667.514	245.585	604.554	3.112.952	834.871	1.312.928	2.147.799	23,56%	31,36%	54,92%
Desvio padrão	3.442.686	249.431	634.832	3.556.872	1.377.793	2.036.436	2.916.576	20,84%	31,59%	37,35%
Mínimo	349.028	-7.310	77.594	311.984	3.774	-661.393	-265.951	0,24%	-25,29%	-5,45%
Máximo	12.815.473	879.470	2.606.469	13.182.135	5.804.766	7.428.511	9.214.321	65,44%	79,96%	139,33%

Fonte: Elaboração própria.

Verifica-se que os ativos intangíveis explícitos têm um peso relativo na capitalização bolsista de 23,56%, ao passo que os ativos intangíveis implícitos representam 31,36%, o que corresponde a um peso total dos AI de 54,92%.

A Sonaecom é a empresa com maior peso de AIE, sendo REN a menor. Já em relação aos AII a ZON assume o comando com 79,96%, ficando em último lugar a SEMAPA com -25,59%, traduzindo que os investidores consideraram que o seu valor contabilístico se encontra sobredimensionado face ao valor da empresa. Ao nível do

rácio dos ativos intangíveis totais sobre a capitalização bolsista, destaca-se a ALTRI com 139,33%, ficando em último lugar o BES com -5,45%.

As empresas com maiores valores absolutos de AI são a EDP, a Portugal Telecom e a Galp Energia, sendo que esta última apresenta uma forte componente de ativos intangíveis implícitos, decorrente da valorização percebida pelos investidores. Já as duas primeiras, para além do potencial de valorização implícito, também apresentam fortes investimentos em AIE, nomeadamente ao nível do *goodwill* adquirido no âmbito de concentrações de atividades empresariais.

Na tabela seguinte apresenta-se os resultados da estatística descritiva para os valores médios por anos das 20 empresas, no período 2004-2010.

Tabela 7 – Análise descritiva das variáveis utilizadas no estudo e dos rácios dos ativos intangíveis sobre a capitalização bolsista por anos

Valores em €000

Anos	Número de empresas	Capitalização bolsista	Resultado líquido	EBITDA	Volume de negócios	AIE	AII	AI	Rácio AIE / CB	Rácio AII / CB	Rácio AI / CB
2004	16	2.908.730	190.943	509.996	2.347.604	610.608	1.178.240	1.788.847	20,99%	40,51%	61,50%
2005	17	3.172.722	292.001	572.856	2.497.401	666.410	1.276.592	1.943.002	21,00%	40,24%	61,24%
2006	18	4.318.061	307.187	667.054	3.056.969	683.350	2.200.167	2.883.517	15,83%	50,95%	66,78%
2007	19	5.000.290	306.199	658.787	3.260.492	774.707	2.873.398	3.648.105	15,49%	57,46%	72,96%
2008	20	2.712.245	169.943	601.355	3.716.653	897.820	378.602	1.276.422	33,10%	13,96%	47,06%
2009	20	3.718.646	219.408	582.353	3.158.986	1.136.995	979.819	2.116.814	30,58%	26,35%	56,92%
2010	20	3.393.068	273.489	655.314	3.508.072	1.052.984	382.322	1.435.306	31,03%	11,27%	42,30%
Média geral	19	3.603.394	251.310	606.816	3.078.025	831.839	1.324.163	2.156.002	24,00%	34,39%	58,39%
Desvio padrão	1,6	814.634	57.104	57.500	500.619	203.307	921.122	839.685	7,45%	17,77%	10,72%
Mínimo	16	2.712.245	169.943	509.996	2.347.604	610.608	378.602	1.276.422	15,49%	11,27%	42,30%
Máximo	20	5.000.290	307.187	667.054	3.716.653	1.136.995	2.873.398	3.648.105	33,10%	57,46%	72,96%

Fonte: Elaboração própria.

Verifica-se que o valor médio da capitalização bolsista cresceu de 2004 a 2007, tendo decrescido no ano de 2008, voltando a registar um acréscimo em 2009, para diminuir novamente em 2010. Os ativos intangíveis implícitos acompanharam a tendência da capitalização bolsista, ao passo que os ativos intangíveis explícitos parecem apresentar uma relação inversa. Qualquer das formas, no período em análise os AII levam ascendente em relação aos AIE, com 34,39% contra 24%. O rácio geral da média dos AI sobre a capitalização bolsista é de 58,39% o que traduz a sua forte representatividade no valor das empresas.

Através dos modelos desenvolvidos por Godfrey e Koh (2001), obtém-se os seguintes resultados das estatísticas descritivas:

Tabela 8 – Resultados das estatísticas descritivas (Modelo Godfrey e Koh)

Variáveis	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	Variância
Cap_b	130	,66041	18,41651	5,1301081	3,62778200	13,161
AFT_a	130	,13229	19,75494	4,0405685	4,17251302	17,410
Pass_a	130	1,52340	161,40607	15,7167803	27,19508346	739,573
AIE_a	130	,00364	4,81777	1,1743880	1,28601030	1,654
GW_a	130	,00000	3,06588	,7593726	,90050623	,811
ID_a	130	,00000	,02291	,0013585	,00408089	,000
Iout_a	130	,00000	3,32478	,4136567	,64488196	,416

Fonte: Elaboração própria.

Pela análise da estatística descritiva verifica-se que a capitalização das despesas de investigação e desenvolvimento são as menos expressivas, podendo fazer-se duas leituras do resultado. Por um lado a dificuldade de as quantificar e contabilizar, por outro lado poderá ser um indicador que as empresas não estão a investir em investigação e desenvolvimento. O *goodwill* representa a maior fatia de ativos intangíveis das empresas, indiciando que é um dos determinantes do valor percebido pelos investidores.

4.2 Modelo de regressão linear múltipla

Para validação estatística do modelo de regressão múltipla foi utilizado o programa SPSS versão 17, utilizando-se a média anual da variável independente (CapB) e das variáveis dependentes (AFT_a); (Pass_a); (AIE_a); (GW_a); (ID_a) e (Iout_a), obtendo-se os seguintes resultados:

Tabela 9 – Estudo dos modelos de regressão linear

Variáveis	Modelo 1		Modelo 2	
	Coefficiente	p-value	Coefficiente	p-value
Intercep	2,545	0,000	2,637	0,000
Pass_a	0,053	0,000	0,050	0,000
AFT_a	0,226	0,005	0,264	0,001

AIE_a	0,720	0,006		
GW_a			-0,008	0,984
ID_a			-74,524	0,265
lout_a			1,819	0,000
R ²	31,4		37,2	
R ² Ajustado	29,7		34,7	
F	19,188		14,696	
Sign F	0,000		0,000	
Nº variáveis	130		130	

Fonte: Adaptado Godfrey e Koh (2001).

A tabela 9 resume os resultados dos dois modelos de regressão adotados para verificar a relevância dos ativos intangíveis capitalizados. Tendo em conta que foi utilizada uma amostra composta por 130 observações, verifica-se não existir problemas de normalidade dos dados, os quais obedecem ao teorema do limite central. No primeiro modelo os ativos intangíveis são tratados globalmente, sendo que no segundo modelo estão classificados e divididos em três grupos autónomos (*Goodwill*, *Investigação e desenvolvimento* e *Outros ativos intangíveis*).

Numa análise segundo Neves (2002), verifica-se que no primeiro modelo o coeficiente de determinação (R^2) é de 31,4%, indicando que o modelo não explica 68,6% do valor da empresa. O grau de significância é aceitável e os p-values são inferiores a 0,05 mostrando que os coeficientes são adequados com mais de 95% de probabilidade de confiança.

No segundo modelo o coeficiente de determinação é ligeiramente mais elevado, 37,2%, podendo verificar-se que nos três grupos de ativos intangíveis, o que apresenta maior consistência é o dos “outros ativos intangíveis”, sendo o menos fiável o grupo das despesas de investigação e desenvolvimento.

Na prática, os resultados obtidos pelo primeiro modelo são mais robustos, com todos os coeficientes das variáveis a apresentar sinal positivo, não sendo muito

relevante o facto de R^2 ter poder explicativo do modelo em geral de apenas 31,4%. Note-se que muitos mais fatores podem influenciar o valor das empresas, como seja a evolução macroeconómica, movimentos especulativos, entre outros, os quais não são capturáveis a partir da análise de dados das demonstrações financeiras das empresas.

Os resultados indicam que os investidores valorizam os AIE como um todo, bem como os outros ativos intangíveis, mas ainda não consideram nas suas decisões de investimento as variáveis *Goodwill* e I&D de forma isolada. Conforme concluíram Godfrey e Koh (2001), a capitalização dos ativos intangíveis, analisada de forma agregada, ajuda a explicar o valor de mercado das empresas.

Na tabela 10 é efetuada uma análise incremental, na qual vão sendo adicionadas individualmente ou em combinação novas variáveis independentes, tendo sempre por base as variáveis Ativos fixos tangíveis e Passivo.

Tabela 10 – Análise incremental do poder explicativo dos AI capitalizados

N.º	A - Modelo base de variáveis Independentes	B -Variáveis Independentes adicionais	R ² - A	R ² - B	increm. R ²	Sig.
1	Ativos fixos tangíveis; passivo	Ativos intangíveis	0.271	0.314	0.043	0.006
2	Ativos fixos tangíveis; passivo	Goodwill	0.271	0.273	0.002	0.584
3	Ativos fixos tangíveis; passivo	I&D	0.271	0.283	0.012	0.155
4	Ativos fixos tangíveis; passivo	Outros ativos Intangíveis	0.271	0.365	0.094	0.000
5	Ativos fixos tangíveis; passivo; outros ativos intangíveis	Goodwill	0.365	0.366	0.001	0.765
6	Ativos fixos tangíveis; passivo; I&D	Goodwill	0.283	0.287	0.004	0.377
7	Ativos fixos tangíveis; passivo; outros ativos intangíveis; I&D	Goodwill	0.372	0.372	0.000	0.984
8	Ativos fixos tangíveis; passivo; goodwill	I&D	0.273	0.287	0.014	0.115
9	Ativos fixos tangíveis; passivo; outros ativos intangíveis	I&D	0.365	0.372	0.007	0.247
10	Ativos fixos tangíveis; passivo; goodwill; outros ativos intangíveis	I&D	0.366	0.372	0.006	0.265

11	Ativos fixos tangíveis; passivo; goodwill	Outros ativos Intangíveis	0.273	0.366	0.093	0.000
12	Ativos fixos tangíveis; passivo; I&D	Outros ativos Intangíveis	0.283	0.372	0.089	0.000
13	Ativos fixos tangíveis; passivo; goodwill; I&D	Outros ativos Intangíveis	0.287	0.372	0.085	0.000
14	Ativos fixos tangíveis; passivo	Goodwill; I&D	0.271	0.287	0.016	0.248
15	Ativos fixos tangíveis; passivo; outros ativos intangíveis	Goodwill; I&D	0.365	0.372	0.007	0.513
16	Ativos fixos tangíveis; passivo	Goodwill; Outros ativos Intangíveis	0.271	0.366	0.095	0.000
17	Ativos fixos tangíveis; passivo; I&D	Goodwill; Outros ativos Intangíveis	0.283	0.372	0.089	0.000
18	Ativos fixos tangíveis; passivo	Outros ativos Intangíveis; I&D	0.271	0.372	0.101	0.000
19	Ativos fixos tangíveis; passivo; Goodwill	Outros ativos Intangíveis; I&D	0.273	0.372	0.099	0.000
20	Ativos fixos tangíveis; passivo	Goodwill; Outros ativos Intangíveis; I&D	0.271	0.372	0.101	0.000

Fonte: Adaptado Godfrey e Koh (2001).

Analisando a tabela 10, verifica-se que os resultados alcançados com inclusão da variável “Outros ativos intangíveis” são sempre estatisticamente mais relevantes, bastando cotejar o incremento do R^2 e os reduzidos p-value das linhas 1, 4, 11, 12, 13, 16, 17, 18, 19 e 20. O resultado alcançado com a informação desagregada, mas incluindo todos os AI, constante na linha 20 reforça a conclusão que os ativos intangíveis são relevantes para os investidores nas avaliações de empresas, mas que as despesas em I&D capitalizadas, analisadas de forma isolada, já não têm relevância.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste capítulo apresenta-se o resumo e as conclusões mais relevantes extraídas nos capítulos anteriores, incluindo as limitações encontradas e culminado com apresentação de propostas para novos trabalhos de investigação sobre o tema. A realização da presente dissertação teve dois objetivos fundamentais. O primeiro consistiu na avaliação do impacto dos ativos intangíveis no valor das empresas do PSI-20 no período 2004-2010. O segundo objetivo, centrou-se na análise da influência que os ativos intangíveis explícitos têm aos olhos dos investidores para efeitos da formação do preço da cotação das ações e, conseqüentemente, do valor das empresas.

Na prática esta dicotomia pode estar associada a dois paradigmas com que as empresas se confrontam hoje em dia, ou seja, as empresas são organizações adaptativas que dependem do exterior e direcionam as suas políticas de gestão em função do meio envolvente, ou as empresas são organizações genéticas capazes de influenciar o meio envolvente, neste particular aspeto através do investimento em intangíveis para captarem a preferência de clientes e investidores?

5.1 Conclusões e limitações

No segundo capítulo efetuou-se o enquadramento concetual do tema, de modo identificar as principais definições e conceitos relacionados com os intangíveis, constatando-se que a maioria dos autores tem estudado e identificado um conjunto significativo de intangíveis, implícitos ou explícitos, os quais na nova economia se sobrepõem em relação ao valor dos tangíveis, pois são capazes de criar a diferenciação e características distintivas para as empresas, permitindo-lhes ganhar quota de mercado de forma duradoura, em relação à concorrência, como sejam as marcas, o know-how, o capital intelectual, nas suas várias aceções, e os investimentos em investigação e desenvolvimento.

Embora exista já um número significativo de modelos teóricos de avaliação de intangíveis, a literatura indica que ainda não existe um modelo certo ou rígido para a avaliação dos ativos intangíveis e das empresas. Como refere Damodaran (2007), cabe

ao avaliador ter sensibilidade para saber qual ou quais os métodos que deve utilizar, consoante o caso que vai analisar. Salienta-se o caso das empresas do setor bancário que no presente estudo revelaram ter um comportamento muito próprio.

As orientações contabilísticas e a política conservadora seguida pelo IASB por razões de prudência para evitar manipulações financeiras, não permitindo reconhecer contabilisticamente certo tipo de dispêndios como ativos intangíveis, como seja, o *goodwill* gerado internamente, a publicidade, o know-how, entre outros, conduz a um distanciamento entre o valor percebido pelos investidores e o valor plasmado nas demonstrações financeiras, podendo, até, camuflar situações em que o *goodwill* adquirido foi substituído pelo *goodwill* gerado internamente, sem que se reconheçam perdas por imparidade para o primeiro e permanecendo o segundo na omissão. Nestes casos a limitação imposta pelas regras contabilísticas é de tal ordem, que acaba por não consagrar o desiderato final da informação financeira, o qual deve consistir na produção de informação útil e fiável para a tomada de decisões por parte do órgão de gestão, acionistas e demais *stakeholders*, no que concerne à análise e avaliação do desempenho das entidades.

Na presente dissertação pretendeu-se demonstrar que os ativos intangíveis têm impacto no valor das empresas e dentro dos ativos intangíveis saber qual o peso dos ativos intangíveis implícitos e o peso dos ativos intangíveis explícitos. Conclui-se que os ativos intangíveis têm relevância no valor das empresas, no entanto os modelos apresentados por Godfrey e Koh (2001) constituem um relevante contributo neste domínio, permitindo concluir qual o peso dos intangíveis no valor das empresas, e que os investidores valorizam mais os ativos intangíveis capitalizados de forma agregada, não sendo relevante a capitalização em I&D analisada isoladamente, contrariamente ao que concluíram outros autores.

No entanto, se por um lado se comprovou, através da observação das estatísticas descritivas, que os ativos intangíveis representam uma boa parte do valor das empresas, mormente os ativos intangíveis implícitos ou gerados internamente que não estão expressos na face do balanço mas que são computados pelos investidores na formação das cotações das ações das empresas, por outro lado verificou-se que os ativos intangíveis explícitos têm menor poder explicativo para a valorização das empresas na

ótica dos acionistas, sendo que o grupo dos outros ativos intangíveis explícitos é o que apresenta individualmente maior poder explicativo.

A conclusão supra pode, até, levantar outro tipo de questão, que se prende com a visão dos investidores relativamente aos ativos intangíveis contabilizados pelas empresas, onde, no presente estudo o *goodwill* resultante de aquisições e concentrações de atividades empresariais representa a maior fatia, bastando cotejar o exemplo da EDP em que o *goodwill* representa cerca de 10% do total do ativo consolidado. Os resultados obtidos podem, de alguma forma, contrariar a teoria financeira, parecendo indicar que os investidores suspeitam do valor dos intangíveis reconhecidos pelas empresas e que acreditam mais naqueles que não são visíveis.

É certo que o *goodwill* adquirido é um ativo intangível (podendo até considerar-se o mais intangível dos intangíveis) sujeito a testes anuais de imparidade, mas não é menos certo que tais testes de imparidade contêm, em si mesmo, uma forte componente de subjetividade, pois mais não são de que construções de *business plans* elaborados, em cenários de cada vez maior incerteza, pela empresa mãe relativamente a projeções futuras do desempenho económico-financeiro das suas subsidiárias, os quais dependem de três variáveis chave, a saber: a) horizonte temporal de avaliação; b) estimativa dos cash flows previsionais; e c) taxa de atualização a usar.

Neste particular aspeto, urge aqui deixar uma crítica às divulgações efetuadas no anexo pelas entidades cotadas em bolsa, as quais não detalham, como seria desejável, as informações relacionadas com os testes de imparidade ao *goodwill*, ao nível das variáveis chave supra identificadas, limitando os investidores de informação deveras relevante para avaliarem o risco-retorno dos seus investimentos. Se a identificação e teste de imparidade em ativos individuais já é um processo subjetivo e complexo, este torna-se ainda mais complexo quando há necessidade de identificar e avaliar unidades geradoras de caixa (UGC) onde o ativo objeto de teste (*goodwill*) está incluso (Aniceto, 2007).

Outro facto a salientar, tem a ver com a irrelevância estatística do EBITDA no valor das empresas, podendo significar que os investidores valorizam mais a obtenção dos resultados líquidos do que, propriamente, esta medida do verdadeiro desempenho económico das entidades. Perante tal realidade, não é despiciendo referir que esta conclusão pode trazer à liça a temática da manipulação contabilística dos resultados

associada à teoria da agência, fazendo inculcar a ideia de que políticas de subavaliação de depreciações e amortizações podem favorecer a cotação das ações e a remuneração do órgão de gestão, pois resultados líquidos mais elevados potenciam maiores distribuições de dividendos e maiores remunerações para as administrações.

As limitações encontradas na realização desta dissertação foram essencialmente de duas ordens. A primeira pelo facto das 20 empresas não estarem cotadas no PSI-20 durante todo o intervalo de tempo em estudo, podendo essas empresas influenciar os resultados finais. A segunda limitação prende-se com o facto de as atividades exercidas serem diferentes, nomeadamente o setor bancário que foi necessário adaptar ao formato das restantes empresas para se poder estabelecer comparações. Também a novidade da introdução das IFRSs para as empresas cotadas em bolsa a partir do exercício de 2005, pode ter condicionado e alterado as expectativas dos investidores, criando-lhes alguns anticorpos e preconceitos face à adoção da prestação de contas segundo o novo normativo contabilístico.

Outra limitação a destacar, tem a ver com o enquadramento dos interesses minoritários no capital próprio consolidado a preços de mercado. Pese embora Neves (2002) tenha proposto uma extrapolação dos interesses minoritários contabilísticos para valores de mercado, na mesma medida verificada na parte do capital pertencente aos detentores de capital da empresa mãe, é certo que não existe um mercado ativo para os IM, logo esta conclusão poderá estar também desvirtuada, ficando a dúvida se devem ser considerados pelo seu valor contabilístico ou se devem ser mensurados pela proporção da cotação das ações da empresa mãe. Nesta linha de raciocínio, é também importante referir que o *goodwill* imputável a interesses minoritários não é reconhecido como um ativo, mas os testes de imparidade ao *goodwill* são globais (englobam a parcela dos detentores de capital da empresa mãe e dos IM), sendo que a existir reconhecimento de perdas por imparidade, este só é efetuado até à concorrência da parcela dos detentores de capital da empresa mãe, conforme previsto no parágrafo 93 da IAS 36 – Imparidade de ativos.

Para além do mais, o período temporal em análise (2004-2010) coincidiu com a crise do *subprime* e já abrangeu uma parte da crise das dívidas soberanas o que, de certa forma, pode ter influenciado os resultados obtidos. É certo, também, que as empresas portuguesas, especialmente no final do período em análise, já estavam enquadradas num

cenário de crise económica e social, o que limitou, de alguma forma, a realização dos seus investimentos e cortou, conseqüentemente, as suas expectativas de crescimento ao nível dos volumes de negócios e resultados.

5.2 Proposta para novos trabalhos de investigação

Seria interessante continuar o presente estudo acrescentando mais anos à série temporal, para verificar se o comportamento se alterou face à nova realidade dos mercados. Especificamente verificar se o valor de mercado das empresas se está a aproximar do seu valor contabilístico (diminuição dos ativos intangíveis implícitos).

No estudo utilizou-se o software SPSS para a elaboração do modelo de regressão múltipla, no entanto, dado que se trata de dados em painel para uma série temporal, será relevante a utilização de outro tipo de softwares estatísticos para análise de dados, como seja o Stata ou o Eviews.

Outro estudo que poderá ser relevante, tem a ver com a análise do impacto do investimento anual em *goodwill* resultante de concentrações de atividades empresariais sobre a cotação das ações, para confirmar se, efetivamente, os investidores acabam, de forma implícita, por efetuar os seus próprios testes de imparidade ao *goodwill*.

BIBLIOGRAFIA

Aboody, D.; Lev, B. (1998). *The value relevance of intangibles: The case of software capitalization*. Journal of Accounting Research, Vol. 36, Supplement: 161-91.

Abrahams, T.; Sidhu, B. K. (1998). *The rule of R&D capitalisations in firm valuation and performance measurement*. Australian Journal of Management, Vol. 23, N.º 2: 269-84.

Ahmed, K.; Falk, H. (2000). *The value relevance os management's policy choice of research and development expenditures reporting: Evidence from Australia*. Working paper, LaTrobe University.

Aniceto, A. N. (2007). *Reconhecimento e reversão de perdas por imparidade em Unidades Geradoras de Caixa*. OROC - Revista Revisores e Auditores, Julho/Setembro 2007, p. 29-35.

Arrow, K. J.; Debreu, G. (1954). *Existence of equilibrium for a competitive economy*. Econometrica 22: 265-290. Disponível em: <http://www.jstor.org/discover/10.2307/1907353?uid=3738880&uid=2&uid=4&sid=21101320152537>, Acedido em Março 2010

Bandeira, A. M. (2010). *Determinantes do Valor dos Ativos Intangíveis Resultantes de Atividades de Investigação e Desenvolvimento*. Tese de doutoramento, Faculdade de Ciências Empresariais da Universidade de Vigo.

Barbosa, J. G. P.; Gomes, J. (2002). *Um estudo exploratório do controle regencial de ativos e recursos intangíveis em empresas brasileiras*. Revista de Administração Contemporânea, v.6 n.2, p29-48, Maio/Agosto.

Black e Scholes (1972). *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*. The Journal of Political Economy, Vol. 81, No. 3. (May - Jun., 1973), pp. 637-654.

Blair, M.; G. Hoffman; S. Tamburi (2001). *Clarifying intellectual Property Rights for New Economy*. Georgetown Law and Economics Research, paper n.º 274.038. Acedido em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=274038, em março 2010.

Borges, A.; Rodrigues, J. A.; Rodrigues, J. M.; Rodrigues, R. (2007). *As Novas Demonstrações Financeiras de acordo com as Normas Internacionais de Contabilidade*. 2ª Edição, Áreas Editora.

Brás, F. A. (2007). *Necessidade e Dificuldades em Valorizar o Capital Humano*. Polytechnical Studies Review, Vol IV, nº 7, 291-319.

Brealey, R., Myers, S. (1992). *Princípios de Finanças Empresariais*. 3. ed. Portugal: McGraw-Hill.

Brealey, R.; Myers, S. (2004). *Princípios de Finanças Empresariais*. 5ª ed. Lisboa, Macgraw- Hill.

Breennan, M .J. (1995). *Corporate finance over the past 25 years*. Financial Management. Tampa. V.24, n.2 summer.

Brennan, Niamh (2001). Reporting intellectual capital in annual reports: evidence from Ireland. Accounting, Auditing & Accountability Journal, Vol. 14 Iss: 4, pp.423 – 436

Brooking, Annie (1996). *Intellectual Capital: Core Asset for the Third Millennium Enterprise*. Boston: Thompson, 1996.

Bruni, A. L.; R. B Paixão; R. Ladeira; R. Famá, (2004). *Avaliação Económico-Financeira de Marcas: Uma Abordagem Conceitual*. Assembleia Anual do Conselho Latino Americano de Escolas de Administração, 39, Republica Dominicana.

Cañibano, L.; Ayuso, M. G.; Sánchez M. P. (1999). *La relevancia de los intangibles para la valoración y la gestión de empresas: revisión de la literatura*. Revista Española de Financiación y Contabilidad, número 100, Extraordinário, edição AECA, Madrid.

Chamber, R (1966). *Accounting, evolution and economic behavior*. Englewood Cliffs, Nj: Prince Hall.

Chan, Louis K.C.; Lakonishok, Josef; Sougiannis, Theodore (1999). *The stock market valuation of research and development expenditures*. Journal of Finance. ISSN:0022-1082 Vol.56:6 (1999) 2431-2457.

Conceição, L. (2009). *A opção pelo "justo valor" como método de avaliação dos ativos na adoção das IAS/IFRS em Portugal: Uma Análise Exploratória*. Tese de Mestrado em Contabilidade, Faculdade de Economia do Porto.

Copeland, T. E. & Weston, J. Fred (1989). *Managerial Finance*, Dryden – Press.

Copeland, T; Kotler, T; Murrin, J. (2001). *Avaliação de empresas: Calculando e gerenciando o valor das empresas*. Valuation, 2ed. São Paulo, Makron Books.

Curado, C.; N Bontis (2006). *The knowledge-based view of the firm and its theoretical precursor*. Journal Learning and intellectual Capital. Vol 3, No 4.

Damodaran, A. (1997). *Corporate Finance – Theory and Practice*. 2.^a edição, John Wiley & Sons, Inc. Nova York.

Damodaran, A. (2000). *Basic of Discounted Cash Flow Valuation*. Working Paper Series – Stern School of Business, New York University; New York. Disponível em <http://WWW.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acedido em fevereiro de 2010.

Damodaran, A. (2001). *The Dark Side Of Valuation*, London, Pearson Prentice Hall.

Damodaran, A. (2007). *Avaliação de Empresas*, 2.^a ed. Pearson Prentice Hall.

Damodaran, A. (2008). *Estimating Risk Free Rates*. Working Paper Series – Stern School of Business, New York University; New York. Disponível em <http://WWW.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acedido em fevereiro de 2010.

Damodaran, A. (2009). *Valuing Companies with intangible assets*. Stern School of Business, September 2009.

Deloitte (2012). *IFRS ao seu alcance 2012 – Um guia para o aperfeiçoamento dos conceitos do padrão contábil global*.

Dimson, E.; Mussavian, M. (1999). *Three centuries of asset pricing*. Journal of Banking & Finance. Amsterdam, v.23, n.12, p.1745-1769.

Edvisson , L. Malone M.S. (1998). *Capital Intelectual*. São Paulo, Makron.

El-Tawy, Nevine (2008). *The recognition and measurement of brand assets: an exploration of accounting/marketing interface*. Journal of Marketing Management, Vol.24 issue 7/8, p711-731.

Fama, E, F; M, H, Miller (1972). *The Theory of Finance* (New York: Holt, Rhinehart and Winston.

Fama, E. F.; French, K.R. (1992). *The Cross-Section of Expected Stock Returns*. The Journal of Finance, v.47, n.2, p.427-465.

Famá, R. Galdão A. (1996). *A função Financeira: Uma Análise Esquemática de sua Evolução*. In: Anais VIII SEMEAD, USP\SP.

FASB (2004). *Original Pronouncements, Accounting Standards as of June 1, 1992*. Revista FAE Scherer et al jan/jun.

Feltham, Gerald A.; Ohlson, James A. (1995). *Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities*. Contemporary Accounting Research, v.11, n.º 2, p. 689-731, Spring 1995.

Ferreira, L. F. (2008). *Modelos de Avaliação de Empresas e Utilidade da Informação Contabilística*. Coleção TESES, Universidade Lusíada Editora.

Fernandez, P. (2001). *Company valuation methods. The most common errors in valuation*. PricewaterhouseCoopers professor of Corporate Finance. Madrid. IESE Business School, 2001.

Fernandez, P. (2002). *Valuation of brands and intellectual capital*. Research Paper N.º 456, University of Navarra, I.

Garcia, V. S. (2003). *Gerenciamento de riscos em instituições financeiras e o Novo Acordo de Capital*. In: A. M. DUARTE Jr. e G. VARGA (Orgs.). *Gestão de riscos no Brasil*. Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 2003, p. 13-25.

Gibbons, R.; K. J. Murphy (1992). *Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence*. Journal of Political Economy, 100(3): 468 505.

Godfrey, J.; Koh, P. (2001). *The relevance to firm valuation of capitalising intangible assets in total and by category*. Forum: Measurement of intangibles. Australian Accounting Review, Vol. 11, N.º 2, p. 39-48.

Godfrey, J.; Koh, P. (2009). *Goodwill Impairment as a Reflection of Investment Opportunities*. Accounting & Finance; ISSN 0810-5391, Vol. 49 Issue 1, p117-140, 24p.

Gomes, J.; Pires, J. (2010). *SNC – Teoria e Prática*. Editora VidaEconómica, Porto.

Gomes, P.; Serra, S.; Ferreira, E. (2005). *Activos intangíveis: O grau de adaptação das empresas portuguesas cotadas na Euronext relativamente à IAS 38*. CTOC, Contabilidade e Gestão n.º 2, p15-53.

Goulart, Marselle (1999). *Como encontrar o valor de uma empresa: enfoque teórico sobre métodos de avaliação*. Revista do Conselho Regional de Contabilidade do Rio Grande do Sul. Outubro.

Graham, C.; Neu, D. (2003). *Accounting for Globalization*. Accounting Forum, n.º 27 (4), pp.449-441.

Haugen, R. (1995). *The New Finance: the case against efficient markets*. Prentice Hall Englewood Cliffs, N. J.

Hendriksen, S.; Breda, V. (1999). *Teoria da Contabilidade*. São Paulo, Ed. Atlas, 5ª Ed. 1999.

Hirshleifer, D.; Thakor, C. (1991). *Resolution Preference and Project Choice*. Anderson Graduate School of Management Working Paper, UCLA, October.

Hoss, O.; Rojo, C. A.; Graperria, M.; Souza, A. F.; Lezana, A. G. R.; Dal Vesco, D. G. (2010). *Gestão de ativos intangíveis: da mensuração à competitividade por cenários*. 1.ª ed. São Paulo: Atlas.

IASB - International Accounting Standards Board (2004). *Normas Internacionais de Relato Financeiro*. UK.

IASB (2013). *About the IFRS Foundation and the IASB*. (<http://www.ifrs.org/The-organisation/Pages/IFRS-Foundation-and-the-IASB.aspx>, consulta em 2013/05/01).

Iudícibus, S.; Martins, E.; Gelbeck, E. R. (2007). *Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações (aplicável às demais sociedades)*. São Paulo: Fipecafi.

Kayo, E. K. (2002). *A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, SP, BR. Disponível em <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-05032003-194338/pt-br.php>. Acedido em abril de 2010.

Kayo, E. K.; Famá, R. (2004). *A estrutura de capital e o risco das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas*. Revista de Administração da USP, 39 (2), 164-176. Abril/maio/junho. <http://www.rausp.usp.br/>. Acedido em abril 2010.

Kohli, C. (1997). *Branding Consumer Goods: Insights from Theory and Practice*. Journal of Consumer Marketing, v40, jun. p206-219.

Lev, B.; Sougiannis, T. (1996). *The capitalization, amortization and relevance of R&D*. Journal of Accounting & Economics (21-1): 107-139.

Lev, B. (1999). *THE INADEQUATE PUBLIC INFORMATION ON INTELLECTUAL CAPITAL AND ITS CONSEQUENCES*. International Symposium. *Measuring and Reporting Intellectual Capital: Experience, Issues, and Prospects*. Policy and Strategy Forum, 10-11 June 1999. Amsterdam.

Lev, B.; Zarowin, P. (1999). *The boundaries of financial reporting and how to extend them*. Journal of Accounting Research, Chicago, IL, v.37, n.2, p.353-385.

Lev, B. (2001). *Intangibles: Management, Measurement, and Reporting*. Washington, D.C.: Brookings Institution Press.

Lev, B. (2003). *Remarks on the Measurement, Valuation, and Reporting of Intangibles Assets*. Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, 9, pp. 17-22.

Lintner, J. (1965). *The Valuation of Risk Assets and Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*. The Review of Economics and Statistics, Vol. 47, N.º 1 (Feb., 1964), pp.13-37.

Lopes, P. T.; Viana R. C. (2008). *The Transition to IFRS: disclosures by Portuguese listed companies*. FEP Working Papers, nº 285, Agosto.

Manobe, M. (1986). *A contribuição à mensuração e contabilização do goodwill não adquirido*. Tese de Doutorado – FEA/Universidade de S. Paulo.

Marion, J. C. (2005). *Análise das demonstrações Contábeis*. Contabilidade Empresarial, São Paulo, Atlas.

Markowitz, H. (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. New York: John Wiley & Sons. <http://cowles.econ.yale.edu/P/cm/m16/index.htm>.

Markowitz, H. (1952). *Portofolio Selection*. The journal of Political Economy, v.7, p. 77-91.

Martins, E. (1972). *Contribuição à Avaliação do Ativo Intangível*. São Paulo, 1972. Tese de Doutorado em Contabilidade – Universidade de São Paulo.

Martins, E. (2001). *A Avaliação de empresas: da mensuração contábil à económica*. São Paulo: editora Atlas.

Merton, C. (1973). *Theory of Rational Option Pricing*. Bell Journal of Economics and Management Science, Vol. 4, No. 1, pp. 141-183. <http://r2-d2.bu.edu/mert-rational-opt-pric.pdf>.

Modigliani, F.; Miller, M. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. American Economic Review 48 (3): 261–297. <https://www.his.se/PageFiles/17648/modiglianiandmiller1958.pdf>.

Morais, A. I.; Curto D. J. (2008). *Accounting Quality and the Adoption of IASB Standards: Portuguese Evidence*. Revista de Contabilidade e Finanças (USP), vol. 19, nº 48 (Setembro/Dezembro), pp. 103-111.

Moreira, A. (2010). *Irá o método do justo valor reduzir a qualidade da informação financeira? – Inferências a partir da aplicação das IFRS*. Revista TOC 119, Fevereiro.

Mossin, J. (1966). *Equilibrium in a Capital Asset Market*. Econometrica, 34, pp.768–783.

Neto, Assaf (2003). *Finanças Corporativas e Valor*. São Paulo, Atlas.

Neto, Assaf (2006). *Estrutura e análise de balanços: um enfoque económico – Financeiro: Comércio e serviços, Industrias, Bancos Comerciais e Múltiplos*. São Paulo: Atlas.

Neves, J. C. (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios*. 1.^a edição, Editora McGraw--Hill de Portugal, Lisboa.

Parr, R. L. (1994). *Investing in intangible assets: finding and profiting from hidden corporate value*. New York: John Wiley & Sons.

Perez, M. M.; Famá, R. (2006). *Activos Intangíveis e o Desempenho Empresarial*. Revista Contabilidade & Finanças – USP, São Paulo, n.º 40, p. 7- 24, jan/Abr.

Pestana, M. H.; Gageiro, J. N. (2008). *Análise de Dados para Ciências Sociais: A Complementaridade do SPSS*. 5.^a Edição. Edições Silabo, Lisboa.

Reilly, R. F.; Schweih, R. P. (1998). *Valluing Intangible Assets*. New York: McGraw-hill.

Ross, S.A. (1976). *The Arbitrage theory of Capital Asset Pricing*. Journal of Economic Theory, P.343-362. December.

Scott, Jr. F. D.; Martin, J. D.; Petty, J. W.; Keown, A. J. (1999). *Basic Financial Management*. (8th ed). Prentice Hall. New York.

Sharpe, W. F. (1963). *Simplified Model for Portfolio Analyzes*. Management Science, v. 9, n.º 12, p. 277-293, Jan.

Sharpe, W. F. (1994). *Capital Asset Prices: A theory pf Market Equilibrium under Conditions of Risk*. The Journal Of Finance, v.196, n.º 3, p.425-442.

Silva, C. M. (2002). *Valorização da marca: uma proposta de modelo alternativo de avaliação de marcas*. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Centro Universitário Álvares Penteado. São Paulo.

Smith, D. T.; Percy, M.; Richardson, G. D. (2001). *Discretionary capitalisation of R&D: Evidence of usefulness in an Australian and Canadian context*. Advances in International Accounting, forthcoming.

Stewart, T. A. (1999). *Capital Intelectual - A Nova Riqueza das Organizações*. Edições Silabo, Lisboa.

Stiglitz, J. (1972). *On the Optimality of the Stock Market Allocation of Investment*. Quarterly Journal of Economics, 86(1), February 1972a: pp. 25–60.

Sveiby, K. E. (1997). *The Intangible Assets Monitor*. Journal of Human Resource Costing & Accounting, Vol. 2 Iss: 1, pp.73 – 97.

Sveiby, K. E. (1998). *A nova riqueza das organizações*. Rio de Janeiro: Campus.

Tobin, J. (1958). *Liquidity, Preference as Behavior Towards Risk*. The review of Economic Studies, 25 (2): 65–86.

SITES CONSULTADOS

<http://www.altri.pt/investidores/>

<http://ind.millenniumbcp.pt/pt/Institucional/investidores/>

<http://www.bes.pt/sitebes/cms.aspx?plg=A46263C7-E9D0-433C-96BA-ADE3012634E5>

<http://bpi.bancobpi.pt/index.asp?riIdArea=AreaDFinanceiros&riId=DContas>

<http://www.cimpor.pt/investidores/>

<http://www.brisa.pt/PresentationLayer/>

<http://www.edp.pt/pt/investidores/publicacoes/>

<http://www.edprenovaveis.com/Investors/Publications/Results>

<http://www.galpenenergia.com/PT/investidor/Relatorios-e-resultados/>

<http://www.jeronimomartins.pt/investidor/relatorios.aspx>

<http://www.mota-engil.pt/InvestorBoard.aspx?contentId=131&Language=1>

<http://www.portucelsoporcel.com/pt/investors/financial-information.php>

<http://www.telecom.pt/InternetResource/PTSite/PT/Canais/Investidores/>

<http://www.ren.pt/vPT/Investidor/InformacaoaoAccionista/RelatoriosAnuais/>

<http://www.semapa.pt/default.asp?detectflash=false&pag=docs>

<http://www.sonaeindustria.com/page.php?ctx=2,0,42>

<http://www.sonae.pt/pt/investidores/dados-financeiros/>

<http://www.sonae.com/investidores/informacao-financeira/relatorios/>

<http://www.zon.pt/institucional/PT/Investidores/informacao-financeira/Paginas/reportes-financeiros.aspx>

<http://www.teixeiraduarte.pt/investidores/informacao-financeira/relatorios-anuais.html>

www.cnc.min-financas.pt/SNC_MDF_observacoes.pdf

<http://www.bolsapt.com/historico>