



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337
Blumenau, v. 11, n. 1, p. 25-46, jan./mar., 2015

doi:10.4270/ruc.2015102

Disponível em www.furb.br/universocontabil



CONTABILIDADE E FINANÇAS: A TEMERÁRIA UTILIZAÇÃO DO WACC¹

ACCOUNTING AND FINANCE: THE RECKLESS USE OF WACC

CONTABILIDAD Y FINANZAS: EL USO TEMERARIO DEL WACC

Eliseu Martins

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela FEA-SP/USP
Professor do Departamento de Contabilidade da FEA-RP/USP
Endereço: Av. dos Bandeirantes, 3.900
CEP: 14040-900 - Ribeirão Preto – SP
E-mail: prof.eliseu.martins@gmail.com
Telefone: (16) 3602-3899

Vinícius Aversari Martins

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela FEA-SP/USP
Professor do Departamento de Contabilidade da FEA-RP/USP
Endereço: Av. dos Bandeirantes, 3.900
CEP: 14040-900 - Ribeirão Preto – SP
E-mail: vinicius@usp.br
Telefone: (16) 3602-3899

RESUMO

O *wacc* (*weighted average cost of capital*), ou custo médio ponderado de capital, tem papel significativo em processos de avaliação de empresas e de negócios, assim como em várias normas contábeis. Entretanto, tanto nessas avaliações como nas aplicações contábeis, problemas sérios têm ocorrido, tanto conceitualmente quanto em certas aplicações práticas. O primeiro objetivo deste trabalho é evidenciar, dedutivamente, o porquê desses problemas e alertar e contribuir para a eliminação dos usos incorretos do *wacc*. O segundo objetivo é alertar para o fato de que o *goodwill* (ágio por expectativa de rentabilidade futura), tanto o subjetivo nas avaliações, quanto o objetivo identificado por transações de mercado, vem sendo centrado e explicado exclusivamente em função de *ativos*, quando isso pode efetivamente não ser a verdade. Demonstramos neste artigo que o *goodwill* também pode ter origem nos passivos onerosos, não sendo exclusivamente vinculado a ativos. Por fim, o artigo demonstra que há implicações contábeis ao se mensurar determinados passivos pelos seus valores justos, implicando no reconhecimento do denominado Ganho da Dívida (CG) e/ou de outros ativos intangíveis derivados desses passivos.

¹ Artigo recebido em 17.07.2014. Recomendado para publicação em 31.12.2014 por Ilse Maria Beuren. Publicado em 31.03.2015. Organização responsável pelo periódico: FURB.

Palavras-chave: custo médio ponderado de capital, wacc, ganho da dívida, valor justo de passivos, avaliação de empresas

ABSTRACT

The wacc (weighted average cost of capital) plays a significant role in corporate and business valuation processes, as well as in different accounting standards. In these valuations as well as in accounting applications, severe problems have occurred, both conceptually and in certain practical applications. The primary objective in this study is to deductively evidence the reasons for these problems and to alert and contribute to the elimination of incorrect uses of the wacc. The secondary objective is to alert to the fact that both the subjective goodwill (capital gain deriving from expected future profitability) in the valuations and the objective goodwill identified by market transactions have been centered on and exclusively explained in function of assets, when this actually may not be true. In this paper, it is demonstrated that the goodwill can also originate in interest-bearing liabilities and is not exclusively linked to assets. Finally, the paper demonstrates the accounting implications of measuring certain liabilities at their fair value, which implies the disclosure of the so-called Gain on Debt (GD) and/or other intangible assets deriving from these liabilities.

Keywords: *weighted average cost of capital, wacc, gain on debt, fair value of liabilities, corporate valuation*

RESUMEN

El wacc (weighted average cost of capital), o coste medio ponderado de capital, tiene papel significativo en procesos de evaluación de empresas y de negocios, y también en varias normas contables. Sin embargo, tanto en esas evaluaciones como en las aplicaciones contables, problemas serios han ocurrido, tanto conceptualmente como en determinadas aplicaciones prácticas. El primer objetivo de este trabajo es evidenciar deductivamente el porqué de esos problemas y alertar y contribuir hacia la eliminación de los usos incorrectos del wacc. El segundo objetivo es alertar para el hecho de que el goodwill (crédito mercantil por expectativa de rentabilidad futura), tanto el subjetivo en las evaluaciones como el objetivo identificado por transacciones de mercado, viene siendo centrado y explicado exclusivamente en función de activos, cuando eso puede efectivamente no ser la verdad. Demostramos en este artículo que el goodwill también puede originarse en los pasivos onerosos, no siendo exclusivamente vinculado a activos. Finalmente, el artículo demuestra las implicaciones contables al mensurar determinados pasivos por sus valores justos, implicando en el reconocimiento de la así llamada Ganancia sobre Deuda (GD) y/o de otros activos intangibles derivados de esos pasivos.

Palabras clave: *coste medio ponderado de capital, wacc, ganancia sobre deuda, valor justo de pasivos, evaluación de empresas*

1 INTRODUÇÃO

Este artigo, diferentemente dos trabalhos considerados ‘científicos’, em função do uso de abordagens empírico-positivistas, é de caráter normativo. Aqui são discutidos de forma dedutiva aspectos de avaliação econômica de empresas decorrente de interações entre contabilidade e teoria de finanças. Por outro lado, propomos nesse trabalho uma incursão intelectual e crítica sobre determinados conhecimentos que decorrem da natural inter-relação entre contabilidade financeira e finanças corporativas. O que é aqui discutido não é posto em teste empírico; deixamos isso para oportunidades futuras, inclusive por outros pesquisadores, já que isso é perfeitamente possível.

Como este artigo foge dos moldes correntes de divulgação de pesquisa, sua estrutura também é diferente, e um tanto quanto livre. Alertamos ao leitor para que não fique chocado com a falta de estrutura ‘científica’ e a falta de dados empíricos e modelações quantitativas. As poucas modelações que aqui aparecem são básicas, usando a matemática como linguagem tão somente.

Repare-se que os modelos desenvolvidos, por exemplo, por Ohlson (1995) e Feltham e Ohlson (1995) também são ‘normativos’ dedutivos, e nem por isso foram postos em condição de ‘não científicos’. Pelo contrário, suas proposições foram (e ainda são) objeto de pesquisas empíricas, tais como em Begley *et al.* (1996), Dechow *et al.* (1999), Myers (1999), Beaver (1999) e Ohlson (2001), entre outros.

Encerrando esta introdução, na linha de discussão de outros erros e incoerências sobre o custo médio ponderado de capital, e utilizando-se de metodologia ‘normativa dedutiva’ muito semelhante à deste artigo, há uma série de trabalhos publicados no *Journal Quarterly Review of Economics and Finance* (A1 Qualis Capes Administração, Ciências Contábeis e Turismo, 2014). Vide Miller (2009a), Pierru (2009a), Miller (2009b), Pierru (2009b), Bade (2009) e Keef *et al.* (2012).

2 OBJETIVO

Desde a década de 50, a sigla *wacc* - *weighted average cost of capital* – representativa do custo médio ponderado de capital, tem assumido papel significativo em processos de avaliação de empresas e de negócios. Além disso, atos normativos contábeis também têm feito referência a essa sigla. Todavia, tanto nas avaliações mencionadas como nas aplicações contábeis, problemas sérios têm sido encontrados, tanto conceitualmente quanto em determinadas aplicações práticas. O primeiro objetivo deste trabalho é evidenciar o porquê desses problemas e alertar e contribuir para a eliminação dos usos incorretos do conceito.

Agrega-se a esse objetivo o de alertar para o fato de que a origem do *goodwill* (ágio por expectativa de rentabilidade futura), tanto o subjetivo nas avaliações feitas por qualquer avaliador no mercado, quanto o objetivo, identificado por transações efetivadas no mercado, vir sendo centrada tanto nos processos avaliatórios quanto nas normatizações contábeis como vinculados sempre a *ativos*, e exclusivamente a eles, quando isso pode efetivamente não ser a verdade. Aliás, as normas contábeis sequer mencionam outra alternativa, o que coloca em dificuldade o bem preparado profissional quando elabora as demonstrações contábeis, o bem preparado auditor quando sobre elas opina e o bem preparado analista dessas demonstrações.

E o pior é que a conjugação desses problemas todos pode estar provocando decisões errôneas no mundo dos negócios, além dos indevidos registros contábeis.

3 O PROBLEMA DO WACC NA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

3.1 A Fórmula original

Modigliani e Miller, no final da década de 50 e início dos anos 60 (MODIGLIANI; MILLER, 1958; 1959; 1963) formalizaram o conceito do custo médio ponderado de capital como sendo, então, a média ponderada dos custos do capital de terceiros e do capital próprio:

$$wacc_m = k_d \cdot P_m / (P_m + PL_m) + k_e \cdot PL_m / (P_m + PL_m), \text{ onde:}$$

k_d = custo de oportunidade do capital de terceiros (custo da dívida);

k_e = custo de oportunidade do capital próprio;

P_m = **Valor de Mercado** das Dívidas;

PL_m = **Valor de Mercado** do Capital Próprio.

É visível que não faz sentido prático o uso do *wacc* para mensurar o valor de mercado da firma como passo para medir o valor de mercado do capital próprio porque é preciso se conhecer, antes, o valor de mercado do patrimônio líquido e o valor de mercado das dívidas! Ora, quem conhece esses dois valores conhece a sua soma (entendendo-se que, por definição, o valor da firma é a soma desses dois valores de mercado).

Veja-se que a formulação consagrada na literatura para a mensuração do valor da firma a partir dos fluxos de caixa livres futuros de uma empresaⁱ é a seguinte:

$$VF = FCLF / wacc_m, \text{ onde:}$$

$$VF = \text{Valor da Firma} = P_m + PL_m;$$

$$FCLF = \text{fluxo de caixa livre da firma};$$

$$P_m \text{ e } PL_m \text{ como definidos anteriormente, a valores de mercado.}$$

Lembrar que fluxo de caixa livre da firma, FCLF, é o fluxo de caixa das atividades operacionais da entidade, livre dos tributos, ajustado pelos investimentos ou desinvestimentos em capital de giro e capital fixo. Excluídos, portanto, os fluxos de caixa das dívidas e seus encargos. E lembrar também que os tributos são somente os vinculados aos resultados produzidos pelos ativos, e não incluem a redução tributária derivada das dívidas.

Assim, para calcular o valor da firma (VF) precisamos do *wacc*, e para calcular esta última taxa precisamos do valor de mercado das dívidas e do capital próprio, ou seja, do próprio valor do VF, implicando em uma referência circular.

3.2 A formulação errada

O fantástico erro que vem sendo rotineiramente praticado é, para tentar resolver esse círculo vicioso, ou por algum outro motivo que não conseguimos diagnosticar com precisão, o de aplicar essas fórmulas com a utilização dos **valores contábeis** das dívidas e do patrimônio líquido, **e não com os seus valores de mercado**. Só que isso, obviamente, é um erro de lógica inconcebível. Como é possível querer-se calcular o valor de mercado da firma e, conseqüentemente, do patrimônio líquido, a partir dos valores contábeis das dívidas e do próprio patrimônio líquido?ⁱⁱ

Para aquilatar esse “pequeno” erro, simule-se uma situação exagerada e extremamente simples, procurando-se medir o valor econômico de um patrimônio líquido (aqui tomado como seu valor de mercado). Identifiquemos com m os componentes da formulação correta a valores de mercado:

$$PL_m = VF - P_m$$

Assim,

$$PL_m = FCLF/wacc_m - P_m$$

Obviamente, o fluxo de caixa livre é sempre o mesmo em unidades monetárias e o $wacc_m$ é o calculado corretamente a partir dos valores de mercado de P e de PL .

Se for efetuado o cálculo do *wacc* com base nos valores contábeis de dívidas e patrimônio líquido (identificados por c), ironizemos denominando de Vulgo Valor da Firma (VuF) e Vulgo Valor do Patrimônio Líquido (VuPL) os calculados com esse *wacc* falso. E, para maior simplificação ainda, admitamos não haver diferença entre valor de mercado e valor contábil das dívidas, ou seja: $P_m = P_c$. Teremos:

$$VuPL = FCLF / wacc_c - P_c$$

Podemos mensurar a diferença entre o verdadeiro patrimônio líquido a preços de mercado (PL_m) e o VuPL, e chamando-a de d :

$$d = PL_m - VuPL = (FCLF / wacc_m - P_m) - (FCLF / wacc_c - P_m)$$

$$d = \text{FCLF} / \text{wacc}_m - \text{FCLF} / \text{wacc}_c = \text{FCLF} (1 / \text{wacc}_m - 1 / \text{wacc}_c)$$

Calculando o quanto essa diferença entre os dois PLs representa sobre o valor correto do patrimônio líquido a valor econômico (PL_m), chamando-a de $d\%$ e admitindo que o fluxo de caixa livre seja uma taxa r_c de retorno dos ativos contábeis, temos:

$$d\% = \text{FCLF} (1 / \text{wacc}_m - 1 / \text{wacc}_c) / \text{PL}_m, \text{ sendo } \text{FCLF} = r_c \times A_c.$$

$$d\% = r_c \times A_c (1 / \text{wacc}_m - 1 / \text{wacc}_c) / \text{PL}_m, \text{ onde:}$$

r_c = taxa de retorno dos ativos contábeis

A_c = ativos a valores contábeis

É fácil ver que várias relações se estabelecem:

- quanto maior a taxa de retorno sobre os ativos contábeis, maior a chance da deformação, ou seja, a diferença entre o PL correto e o PL calculado com base no *wacc* mensurado a valores contábeis;
- quanto maior a diferença entre o custo da dívida (k_d) e o custo do capital próprio (k_e), maior a chance da deformação;
- quanto maior a participação percentual das dívidas no financiamento dos ativos, maior a chance da deformação; etc.

Antes de prosseguir, é importante que pode aqui aparecer a pergunta: então, se calcularmos o valor presente do fluxo de caixa livre da firma, o FCLF, pelo verdadeiro *wacc*, temos como corolário o valor econômico dos ativos?

A resposta é um sonoro NÃO! Tem-se, sim, o valor da firma, mas não o dos ativos. Mas, antes de entrar nesse ponto, vamos a um exemplo para melhor firmar os conceitos até aqui vistos.

Exemplo 1

Admitam-se:

<u>Balanço a Valores Contábeis</u>	
Ativos	R\$100.000
Passivos	R\$60.000
Patrimônio Líquido	R\$40.000

Onde r_c = retorno dos ativos contábeis = 10%, k_d = custo da dívida = 5% e k_e = custo do capital próprio = 10%. Para simplificar, admitido que os ativos não sejam depreciáveis, tem-se o seguinte resultado:

Resultado Contábil	
Receitas - Despesas Operacionais = FCLF	R\$10.000
Despesas Financeiras	<u>R\$(3.000)</u>
Lucro Líquido = FCLA	R\$7.000

A rentabilidade contábil ($\text{LL} / \text{PL} = \text{R}\$7.000 / \text{R}\$40.000$) é de 17,5%.

O cálculo do *wacc* a valores contábeis, ou seja, o *wacc* falso é: $\text{wacc} = 5\% \times \text{R}\$60.000 / \text{R}\$100.000 + 10\% \times \text{R}\$40.000 / \text{R}\$100.000 = 7,00\%$. O cálculo do Vulgo Valor da Firma é: $\text{VuF} = \text{FCLF} / \text{wacc}_c = \text{R}\$10.000 / 7,00\% = \text{R}\142.857 . O cálculo do Vulgo Valor do Patrimônio Líquido é: $\text{VuPL} = \text{VuF} - P_c = \text{R}\$142.857 - \text{R}\$60.000 = \text{R}\82.857 .

A prova visível do erro está na constatação: Se alguém adquirir o PL da empresa por esses R\$82.857, conseguirá lucrar 10%, que é o seu custo de capital próprio? Não, porque os R\$7.000 de lucro líquido lhe darão apenas 8,4% de retorno sobre os R\$82.857!

Por essa formulação incorreta os valores “econômicos”, na verdade falsos, dos componentes desse balanço seriam:

Balanço a Valores Econômicos Falsos	
Ativos	R\$142.857
Passivos	R\$60.000
Patrimônio Líquido	R\$82.857

A rentabilidade econômica a partir do modelo falso de $wacc_c$ é: $LL_c / PL_c = R\$7.000 / R\$82.857 = 8,4\%$. Inferior ao k_e , o que prova que o investimento foi feito por valor incorreto.

Para solucionar, calculemos primeiro e diretamente o valor do PL em termos econômicos pelo conceito do valor da empresa para o acionista:

$$PL_m = FCLA / k_e,$$

Onde:

$$FCLA = \text{Fluxo de caixa livre do acionista (ou dos sócios).}$$

$$PL_m = R\$7.000 / 10\% = R\$70.000.$$

Logo, o verdadeiro valor da firma é:

$$VF_m = PL_m + P_m = R\$70.000 + R\$60.000 = R\$130.000.$$

O balanço a valores econômicos aparentemente corretos, portanto, parece ser (mas isto ainda não está completamente correto, será melhor visto à frente):

Balanço a Valores Econômicos

Ativos	R\$130.000
Passivos	R\$60.000
Patrimônio Líquido	R\$70.000

A rentabilidade sobre o PL a valores econômicos corretos é: $LL / PL_m = R\$7.000 / R\$70.000 = 10\%$, exatamente igual ao k_e . O valor do patrimônio líquido na fórmula baseada no $wacc$ contábil, errada, foi superavaliado em 18%, conforme a fórmula dada.

(Fazendo-se várias outras simulações sobre esse exemplo:

- Se o retorno dos ativos fosse de 15%, e não 10%, o Vulgo Patrimônio Líquido a valores de mercado seria calculado em R\$154.286, com o verdadeiro sendo de R\$120.000, com uma deformação de 29%, e não de 18%;
- Se o k_d fosse de 3%, e não 5%, a deformação seria de 27%;
- Se as dívidas fossem só de 30%, a deformação seria de apenas 3% etc.)

Mas, continuando, verifique-se por outro ângulo a afirmação de que o erro está no uso do falso $wacc$, no $wacc$ calculado em cima de valores contábeis de dívidas e capital próprio, quando pelo menos um desses dois elementos possui valor de mercado distinto de seu valor contábil.

Basta calcular o genuíno $wacc$, o $wacc_m$ desse exemplo dado. Utilizando-se as relações entre os k_d e k_e e os valores econômicos dos capitais a que se vinculam temos: $wacc_m = 5\% \times R\$60.000 / R\$130.000 + 10\% \times R\$70.000 / R\$130.000 = 7,69\%$.

Calculando-se agora o verdadeiro valor econômico da firma tem-se: o cálculo do correto valor da firma = $FCLF / wacc_m = R\$10.000 / 7,69\% = R\130.000 .

Veja-se que o uso do $wacc_c$ para fins de avaliação do valor da empresa no conceito de valor da firma é totalmente sem sentido; na verdade, praticamente impossível do ponto de vista técnico e conceitual, por precisar da resposta antes de fornecê-la.

Logo, trabalhos de avaliação de empresas, de negócios ou até mesmo de ativos isolados mensurados à base do valor do capital nele empregado, à luz de um custo médio ponderado de capital fundamentado em valores contábeis dos capitais próprio e de terceiros não têm fidedignidade. Quando, portanto, pelas mãos dos profissionais contábeis passam laudos de avaliação, é fundamental o discernimento sobre essa matéria.

Mas há ainda um outro problema relevante de entendimento do ponto de vista contábil. Vamos a ele.

4 O PROBLEMA DA IDENTIFICAÇÃO DA ORIGEM DO GOODWILL

Em toda a aquisição de investimento societário em controlada, coligada ou controlada em conjunto, e em certos outros tipos de negócios, é obrigatória a identificação da hipótese de parte do custo de aquisição se referir a ágio por expectativa de rentabilidade futura, ou seja,

goodwill. As normas brasileiras de contabilidade (Pronunciamentos Técnicos CPC 15 – Combinações de Negócios e CPC 18 - Investimento em Coligada, em Controlada e em Empreendimento Controlado em Conjunto) assim o exigem, bem como as internacionais.

Trata-se esse montante do valor do custo de aquisição que ultrapassa o valor justo dos ativos líquidos sendo adquiridos e passíveis dessa avaliação segundo tais normas.

$$G = I - (A_j - P_j), \text{ onde:}$$

$$G = \textit{goodwill}$$

I = custo total do investimento, ou seja, a soma de todas as contrapartidas transferidas ao vendedor

A_j = ativos, contabilizados ou não, avaliados a valor justo

P_j = passivos, contabilizados ou não, avaliados a valor justo

E as normas contábeis exigem que esse *goodwill*, o mais intangível dos intangíveis, sofra a identificação de quais as *unidades geradoras de caixa* responsáveis pelo seu surgimento, para que comece um acompanhamento sobre a continuação ou não da capacidade de tais unidades continuarem produzindo fluxos de caixa que sustentem a validade econômica do valor investido a esse título. Caso contrário, há a obrigatoriedade do registro dessa perda de capacidade, com o reconhecimento da respectiva perda por *impairment*, sendo vedada a amortização sistemática do *goodwill*.

Ocorre que, quando se analisa, numa análise vinculante entre contabilidade e finanças, o modelo de avaliação de empresas baseado no valor presente dos fluxos de caixa livres futuros, tanto no conceito do valor da firma quanto no do valor para os acionistas (sócios)ⁱⁱⁱ, percebe-se a falha nesses normativos.

Na verdade, é já antiga a análise dos efeitos da alavancagem financeira sobre o resultado líquido dos acionistas. A aplicação nos ativos de recursos tomados emprestados a uma taxa superior ao custo dessa dívida incrementa a taxa de retorno do patrimônio líquido, ou o inverso: aplicação no ativo a taxa inferior ao da captação destrói riqueza dos acionistas.

Com dívidas, a taxa de retorno dos acionistas é igual à taxa que o investimento desses acionistas produz no ativo e mais um incremento (ou menos um decréscimo) pelo diferencial entre a taxa de retorno do ativo e o custo da dívida existente.

Martins (1972) em sua livre-docência, utilizando a simbologia de então, definiu o que denominou de Grau de Alavancagem Financeira (GAF):

$$GAF = RsPL / RsA,$$

onde:

CD = custo da dívida contábil

P = dívida contábil

PL = patrimônio líquido contábil

RsA = retorno sobre os ativos contábeis

$RsPL$ = retorno sobre o patrimônio líquido contábil = $RsA + (RsA - CD) \times (P/PL)$

Se $RsA > CD$, quanto maior a proporção de P sobre PL, maior o diferencial entre o percentual ganho pelos ativos e o obtido pelos acionistas, invertendo-se se $RsA < CD$.

Exemplo 2

Tomando o exemplo anterior. Primeiramente, em termos contábeis:

Balanco a Valores Contábeis

Ativos	R\$100.000
Passivos	R\$60.000
Patrimônio Líquido	R\$40.000

Onde $R_sA = 10\%$ e $CD = 5\%$.

Resultado Contábil	
Receitas - Despesas Operacionais = FCLF	R\$10.000
Despesas Financeiras	<u>R\$(3.000)</u>
Lucro Líquido = FCLA	R\$7.000

Tem-se que:

$$R_sPL = LL / PL = R\$7.000 / R\$40.000 = 17,5\%;$$

$$GAF = R_sPL / R_sA = [R_sA + (R_sA - CD) \times (P / PL)] / R_sA;$$

$$GAF = [10\% + (10\% - 5\%) \times 1,5] / 10\% = [10\% + 7,5\%] / 10\% = 1,75.$$

Isso significa que os acionistas aplicam seus recursos de R\$40.000 ganhando 10% nos ativos e, além disso, aplicam mais o valor obtido mediante dívida, R\$60.000, ganhando os mesmos 10% mas custando 5%. Como esses 5% ganhos sobre a dívida são alavancados por 1,5, porque a dívida é 50% maior do que o patrimônio líquido, os 5% ganhos sobre a dívida correspondem a 7,5 pontos percentuais a mais de retorno sobre o valor investido pelos acionistas. Assim, os acionistas ganham não só os 10%, mas sim 17,5% sobre o valor investido. Sua taxa de retorno é 1,75 vezes a conseguida pelos ativos. Tudo por causa da alavancagem da dívida. É como se o lucro líquido dos acionistas fosse assim montado:

Capital dos acionistas aplicado nos ativos: R\$40.000 x 10% =	R\$4.000
Capital de terceiros aplicado nos ativos: R\$60.000 x 10% =	R\$6.000
Capital de terceiros custando: R\$60.000 x 5% =	<u>R\$(3.000)</u>
Acréscimo de lucro dos acionistas com o uso das dívidas	<u>R\$3.000</u>
Lucro total dos acionistas =	R\$7.000

Repare-se que a análise contábil corresponde àquela que seria feita pelo sócio fundador da empresa e que de fato tivesse nela feito o investimento de R\$40.000 correspondente ao seu capital próprio. Nesse caso, sobre os valores efetivamente aplicados na empresa, todos esses números fazem sentido.

Seria então lógico imaginar-se que, quando se adquire uma empresa, ou parte dela, está-se adquirindo, se ela contém dívidas, os efeitos dessa alavancagem.

Consequentemente, uma dívida economicamente saudável, com custo inferior ao que os ativos produzem, faz bem à saúde da empresa. Logo, há um valor econômico nesse passivo. Ele é um gerador de riqueza para os acionistas. Assim, qualquer investidor está disposto a pagar por isso.

4.1 Da alavancagem financeira ao Ganho da Dívida

Só que nessa formulação vista até agora, o valor desse P, dessa dívida, não aparece. Por isso, Martins V. em sua tese de doutorado (MARTINS, 2005), divulgada em 2008, (MARTINS *et al.*, 2008), identificou a parcela do valor da empresa que cabe não aos ativos, mas à sua dívida que tenha custo inferior ao retorno produzido pelos ativos. Identificou o que denominou de **Ganho da Dívida (GD)**, pela mensuração de quanto vale, para o sócio, uma empresa com um passivo com essa característica (ou, no caso de custo superior ao retorno dos ativos, o valor da empresa destruído por essa dívida)^{iv}.

Analisemos o Ganho da Dívida (GD): na perpetuidade, o valor da dívida é o valor presente do fluxo de caixa de seu serviço (despesas financeiras e demais fluxos) descontado pela taxa efetiva de juros. Esse é, na verdade, o valor econômico da dívida do ponto de vista do credor.

$$\text{Ou seja, } P_{mc} = DF / k_d,$$

onde P_{mc} = Valor de Mercado da dívida do ponto de vista do Credor, onde DF é o fluxo total de caixa da dívida para os credores.

Ocorre que, sob o ponto de vista dos acionistas da empresa, o valor econômico dessa dívida é diferente, já que para eles o que interessa é o seguinte: “para nós, acionistas, quanto

vale esse fluxo representado pelas despesas financeiras e demais fluxos da dívida? Ou seja, se nós fôssemos os credores, gostaríamos de descontar o fluxo do serviço da dívida pelo k_e ; quanto se obtém com isso?” Outra forma de se chegar à mesma conclusão é que todo o fluxo de caixa utilizado para o pagamento da dívida poderia ser utilizado para pagamento de dividendos na ausência de estrutura de capital alavancada. É como se os acionistas recebessem dividendos e com esse fluxo de caixa pagassem as dívidas. Repare que o custo de oportunidade desse fluxo é, em última instância, do acionista, que abre mão de seus dividendos em benefício dos credores.

O mesmo fluxo, portanto, descontado pelo k_d e pelo k_e , mostra uma diferença. E essa diferença corresponde ao seguinte: qual seria o valor que os acionistas precisariam colocar na empresa para, substituindo a dívida, receber o mesmo fluxo de caixa correspondente às despesas financeiras e demais fluxos da dívida? Ou seja, descontando-se o fluxo de caixa do serviço da dívida pelo k_e , tem-se o que é o valor da dívida do ponto de vista dos acionistas:

$$P_{ma} = DF / k_e,$$

onde P_{ma} = Valor econômico da dívida do ponto de vista do sócio, do acionista.

Ora, se o sócio não aportou seu capital próprio, mas o substituiu por um capital de terceiros, de montante maior, está a obter um ganho. E esse é o Ganho da Dívida que, num certo momento, corresponde à diferença entre os dois fluxos trazidos a seus valores presentes; ou melhor, ao mesmo fluxo trazido a valor presente por duas taxas diferentes:

$$GD = P_{mc} - P_{ma}$$

$$GD = DF / k_d - DF / k_e$$

Exemplo 3

Os dados deste exemplo são os mesmos do exemplo 2 anterior. Dessa forma, o Ganho da Dívida deriva do custo da dívida ser inferior ao k_e :

$$GD = DF / k_d - DF / k_e$$

$$GD = R\$3.000 / 5\% - R\$3.000 / 10\% = R\$60.000 - R\$30.000 = R\$30.000$$

Ou seja, o fato de a empresa obter um empréstimo tomado, no caso, a 5%, e com isso precisar de menos dinheiro dos acionistas, que podem aplicar essa importância noutro negócio ganhando seu k_e de 10%, propicia um ganho.

Há mais de uma formulação para o cálculo desse Ganho. Vamos aqui seguir o seguinte raciocínio: como visto no item anterior, há um lucro adicional obtido pelos acionistas por conta de a dívida provocar um fluxo de caixa no ativo maior do que o custo da dívida (situação normal, é claro). Qual o valor presente desse diferencial de lucro ao longo do tempo do ponto de vista do sócio? Ou seja, qual o valor presente do acréscimo de lucro obtido pelo acionista ao obter a dívida? Esse valor deve materializar o valor do Ganho da Dívida, a menos de um ponto: se a taxa de retorno dos ativos for maior do que k_e , esse adicional precisa ser excluído porque ele é mérito dos ativos, é gerador do *goodwill* genuíno dos ativos.

Vejamos: o dinheiro da dívida P estaria sendo aplicado no ativo ganhando a taxa de retorno r_c , mas custando k_d . Esse diferencial é transformado em aumento de lucro dos acionistas. Só que, primeiramente, desse montante precisamos tirar qual o valor pertencente ao *goodwill* dos ativos embutido na taxa de retorno r_c . O excedente representa o valor do Ganho da Dívida.

Podemos desenvolver o seguinte raciocínio: o retorno total produzido pelos ativos pode ser desmembrado em duas parcelas: a) o retorno produzido pelo capital próprio; b) o retorno produzido pelo capital de terceiros. E podemos dividir ainda cada um deles da seguinte forma: parcela ganha com os capitais próprios, dividida em “normal” e “acima do normal”; e parcela ganha com os capitais de terceiros, também dividida em “normal” e “acima do normal”, diminuída do custo da dívida. Fica assim:

- a) $PL_c \times k_e$ = lucro “normal” produzido pelo capital próprio;
- b) $PL_c \times (r_c - k_e)$ = lucro “acima do normal” produzido pelo capital próprio;
- c) $P_c \times k_e$ = lucro “normal” produzido pela dívida;
- d) $P_c \times (r_c - k_e)$ = lucro “acima do normal” produzido pela dívida;
- e) $P_c \times k_d$ = despesa financeira produzida pela dívida;
- f) LL = lucro líquido.

A parcela *a*) acima dá o lucro “normal” produzido pelo ativo com o uso do capital próprio. A parcela *b*) mostra o que o ativo ganha “acima do normal” com o uso do capital próprio, evidenciando um pedaço do *goodwill* que genuinamente é produzido pelo ativo. E a parcela *d*) mostra a capacidade do ativo em produzir lucros “anormais”, utilizando o capital de terceiros. Assim, (*b*) + (*d*) evidenciam o total do “*goodwill*” genuinamente derivado dos ativos. É, esse montante, mérito dos ativos e demais fatores “ativos” (imagem, marca, tecnologia, localização etc. etc.).

A parcela *c*) representa o que o ativo produz de lucro “normal” ao utilizar capital tomado emprestado, e a parcela *e*) mostra o quanto desse lucro é consumido para remunerar esse capital tomado emprestado. Logo, essa é a parcela genuinamente vinculada, quanto ao mérito, exclusivamente ao passivo. Essa diferença é que é, genuinamente, a parte do lucro adicional de que se beneficia o acionista representado pela existência da dívida, e genuinamente criadora do Ganho da Dívida.

Veja-se que está-se segregando o lucro total produzido pela dívida em dois componentes relevantes: a parcela ganha com a taxa “normal” de retorno dos ativos (k_e), diminuída do custo desse passivo, o que mostra o mérito exclusivo do passivo; e a parcela ganha com a taxa “acima do normal” pelos ativos, que é mérito dos ativos. O Ganho da Dívida genuíno é derivado do que o dinheiro da dívida produz aplicado à taxa normal k_e , diminuído do k_d . E o valor do Ganho da Dívida é o valor presente desses lucros todos futuros:

$$GD = (P_c \times k_e - P_c \times k_d) / k_e, \text{ equivalente a}$$

$$GD = [P_c \times (k_e - k_d)] / k_e.$$

Exemplo 4

Continuando com base nos dados do exemplo 2, já vimos que:

Capital dos acionistas aplicado nos ativos: R\$40.000 x 10% =	R\$4.000
(+) Capital de terceiros aplicado nos ativos: R\$60.000 x 10% =	R\$6.000 (a)
(-) Capital de terceiros custando: R\$60.000 x 5% =	<u>R\$(3.000) (b)</u>
(+) Acréscimo de lucro dos acionistas com o uso das dívidas = (a)-(b) =	<u>R\$3.000</u>
(=) Lucro total dos acionistas =	R\$7.000

Trazendo esse acréscimo de lucro dos acionistas com o uso das dívidas a valor presente pelo k_e , temos o GD de R\$30.000 = R\$3.000 / 10%. Ou, aplicando a formulação logo atrás:

$$GD = [P \times (k_e - k_d)] / k_e;$$

$$GD = R\$60.000 \times (10\% - 5\%) / 10\% = R\$30.000$$

Se quisermos fazer uma análise mais completa da alavancagem financeira, podemos desmembrar os resultados contábeis produzidos pelo ativo na parcela de retorno “normal”, que remunera o k_e , dos resultados contábeis excedentes ao “normal”, que denotam a existência de *goodwill*. Veja-se no exemplo seguinte esse desenvolvimento.

Exemplo 5

Vamos mudar a taxa de retorno contábil do exemplo que vínhamos seguindo para 12%:

Balço a Valores Contábeis	
Ativos	R\$100.000
Passivos	R\$60.000
Patrimônio Líquido	R\$40.000

O $R_sA = 12\%$, $k_d = 5\%$ e $k_e = 10\%$.

Resultado Contábil	
Receitas - Despesas Operacionais = FCLF	R\$12.000
Despesas Financeiras	<u>R\$(3.000)</u>
Lucro Líquido = FCLA	R\$9.000

Aplicando a análise da alavancagem financeira, teríamos:

Capital dos acionistas aplicado nos ativos: R\$40.000 x 12% =		R\$4.800
(+) Capital de terceiros aplicado nos ativos: R\$60.000 x 12% =	R\$7.200	
(-) Capital de terceiros custando: R\$60.000 x 5% =	<u>R\$(3.000)</u>	
(+) Acréscimo de lucro dos acionistas com o uso das dívidas =		<u>R\$4.200</u>
(=) Lucro total dos acionistas =		R\$9.000

Mas poderíamos dividir tanto os R\$4.800 quanto os R\$7.200 em duas parcelas: deduzindo da taxa de retorno de 12% o custo do capital próprio de 10%, e segregando as taxas de retorno dos ativos em retornos “normais” e “anormais”, evidenciando o que é e o que não é “normal”, excedente. Podemos então chegar a:

Capital dos acionistas aplicado nos ativos à taxa “normal”: R\$40.000 x 10% =	R\$4.000
(+) Capital dos acionistas aplicados à taxa excedente à “normal”: R\$40.000 x 2% =	<u>R\$ 800</u>
(=) Capital dos acionistas aplicado nos ativos =	<u>R\$4.800 (a)</u>

Capital de terceiros aplicado nos ativos à taxa “normal: R\$60.000 x 10% =	R\$6.000
(+) Capital de terceiros aplicado nos ativos à taxa excedente à “normal”: R\$60.000 x 2% =	<u>R\$1.200</u>
(=) Capital de terceiros aplicado nos ativos =	<u>R\$7.200</u>
(-) Custo do Capital de terceiros: R\$60.000 x 5% =	<u>R\$(3.000)</u>
(=) Acréscimo de lucro dos acionistas com o uso das dívidas	<u>R\$4.200 (b)</u>
(=) Lucro total dos acionistas (a)+(b) =	R\$9.000

O retorno “normal” produzido pelo capital de terceiros (R\$6.000), diminuído do custo desse capital de terceiros (R\$3.000), produz o excedente de lucro (R\$3.000) gerador do Ganho da Dívida. O que é produzido em excesso ao “normal” é mérito dos ativos, e não deve ser misturado com o Ganho da Dívida.

Assim, o Ganho da Dívida é o valor do capital de terceiros aplicado nos ativos à taxa “normal” (R\$6.000), diminuído do seu custo (R\$3.000), ou seja, o lucro “normal” (R\$3.000) trazido a valor presente pelo custo do capital próprio, por que é do ponto de vista dos acionistas:

$$GD = GD = [P \times (k_e - k_d)] / k_e. \text{ No caso,}$$

$$GD = R\$60.000 \times (10\% - 5\%) / 10\% = R\$30.000.$$

Repare-se que o lucro “anormal” total produzido pelo ativo é de R\$800 + R\$1.200 = R\$2.000. Esse é fruto da genuína capacidade dos ativos de produzir retorno acima do seu custo de oportunidade, esse é o fruto do genuíno *goodwill* dos ativos.

4.2 Ganho da Dívida, Valor do Ativo e Valor da Firma

Ocorre que esse Ganho da Dívida é um valor que se agrega ao valor da empresa. Trata-se de um elemento que aumenta o valor da empresa caso $k_d < k_e$, que é a situação esperada como normal.

Imagine-se um ativo que tenha a capacidade de produzir uma taxa de retorno que seja apenas a taxa de custo de oportunidade do capital próprio, ou seja, $r_a = k_e$. Ora, se essa empresa possuir uma dívida com $k_d < k_e$, não estará o sócio interessado em pagar algo mais do que o valor econômico desse ativo (subtraído do valor da dívida), para ficar com uma taxa de retorno do seu investimento superior ao k_e ?

Outro ponto: qual é, economicamente, o valor de um ativo? Qual é o valor da firma alavancada?

Ora, o ativo ‘produtivo’ deve ser mensurado pelas suas próprias características, independentemente da forma de financiamento. O valor de um ativo é o fluxo de caixa que ele gera descontado pelo custo de oportunidade representado pela soma da taxa livre de risco com o adicional que representa o **risco próprio desse ativo**.

Veja-se que isso é contrário à ideia de mensuração do valor do ativo com o fluxo de caixa que ele gera descontado pelo custo médio ponderado do capital que o financia.

Se seu valor econômico está então atrelado ao seu próprio risco, como pode ele valer mais do que isso, se ao trazer-se a valor presente o fluxo de caixa livre da firma pelo *wacc* verdadeiro, obtiver-se um montante superior a esse valor econômico do ativo? É a mesma coisa que afirmar que o valor do ativo depende de como ele é financiado. Isso é um contrassenso incrível, e muitas vezes tomado como verdade.

Ocorre que essa é, exatamente, **a diferença entre o conceito de Valor da Firma e Valor dos Ativos. E a diferença é o Ganho da Dívida.**

Foi dito, um pouco antes do exemplo 1, que “então, se calcularmos o valor presente do fluxo de caixa livre da firma, o FCLF, pelo verdadeiro *wacc*, temos como corolário o valor econômico dos ativos? A resposta é um sonoro NÃO! Tem-se, sim, o valor da firma, mas não o dos ativos.”

Vamos agora juntar esses conceitos: Ganho da Dívida, Valor dos Ativos e Valor da Firma. Pelo visto até aqui, o Valor da Firma genuíno é dado por $VF_m = FCLF / wacc_m$.

Isso é uma verdade; o problema é que essa fórmula para ser aplicada, precisa, previamente, da determinação do valor de mercado de P_m e do PL_m .

Mas Martins, V. (MARTINS, 2005; MARTINS *et al.*, 2008) mostraram que esse genuíno Valor da Firma é também a soma de dois elementos, o valor econômico dos Ativos e mais o Ganho da Dívida. Isso ficará mais claro à frente.

Por enquanto, admita-se que $VF_m = A_m + GD$. Considerando que o valor de mercado do PL é o valor da firma menos as dívidas, tem-se que $PL_m = VF_m - P_{mc}$.

Chegamos então a $PL_m = A_m + GD - P_{mc}$, onde, completando-se todos os conceitos:

PL_m = Valor Econômico do Patrimônio Líquido (ou Patrimônio Líquido a Valor de Mercado) da Firma = $FCLA/k_e$;

A_m = Valor Econômico dos Ativos = $FCLF/k_e$

GD = Ganho da Dívida = $P_{mc} - P_{ma}$;

P_{mc} = Valor de Mercado da dívida do ponto de vista do Credor = DF/k_d ;

P_{ma} = Valor de Mercado da dívida do ponto de vista dos Acionistas = DF/k_e ;

$FCLF$ = Fluxo de caixa livre da firma;

$FCLA$ = Fluxo de caixa livre do acionista, ou dos sócios;

DF = Fluxo de caixa da dívida (despesas financeiras e demais fluxos);

k_d = Custo da dívida, líquida dos ganhos com dedutibilidades fiscais;

k_e = Custo do capital próprio.

Lembrar que:

- i) O FCLF, fluxo de caixa livre da firma, é o fluxo de caixa das atividades operacionais da entidade livre dos tributos, ajustado pelos investimentos ou desinvestimentos em capital de giro e capital fixo. Excluídos, portanto, os fluxos de caixa das dívidas e seus encargos;
- ii) O FCLA, fluxo de caixa livre dos acionistas, é o FCLF ajustado pelos fluxos de caixa das dívidas (ingressos e amortizações) e seus encargos.

4.3 O Ganho da Dívida é parte do Goodwill

É interessante notar que o valor de mercado de um ativo ou passivo corresponde ao seu valor justo (na falta do valor de mercado por ausência de mercado ativo é que se utilizam de

outros instrumentos para cálculo do valor justo, mas é num pressuposto de que esse valor calculado alternativamente corresponderia ao valor de mercado se existisse mercado ativo para esse ativo). Assim, para cálculo do *goodwill*, esse número é relevante, já que, pela normatização, o *goodwill* é obtido pela diferença entre o valor de mercado do patrimônio líquido e a soma algébrica do valor de mercado dos ativos e dos passivos tomados individualmente. Só que há um grave problema nessa definição de *goodwill*.

Se admitirmos que o valor de mercado dos passivos, P_m , por simplificação, seja seu valor contábil, o *goodwill* fica restrito à diferença entre valor de mercado do patrimônio líquido e o valor de mercado dos ativos. E o Ganho da Dívida, como fica? Às vezes pode somente ele ser o originador do *goodwill*.

Para um mais claro entendimento retomemos o exemplo:

Exemplo 6

Tomando novamente o exemplo que vimos utilizando. Primeiramente, em termos contábeis:

Balço a Valores Contábeis	
Ativos	R\$100.000
Passivos	R\$60.000
Patrimônio Líquido	R\$40.000

O retorno dos Ativos = $r_a = 10\%$; o custo da dívida = $k_d = 5\%$ e o custo do capital próprio = $k_e = 10\%$.

Resultado Contábil	
Receitas - Despesas Operacionais = FCLF	R\$10.000
Despesas Financeiras	R\$(3.000)
Lucro Líquido = FCLA	R\$7.000

Temos que o valor de mercado dos ativos é o valor presente do fluxo de caixa livre que ele produz, ou seja, denominado “da firma”, descontado pelo custo do capital próprio. Ou seja, $A_m = \text{Valor Econômico dos Ativos} = \text{FCLF} / k_e = \text{R}\$10.000 / 10\% = \text{R}\100.000 .

Note-se que como a taxa de retorno dos ativos é exatamente igual ao custo de oportunidade do capital próprio, não é possível que possa ser associado qualquer *goodwill* a esse ativo. O valor econômico dos ativos, nesse caso, é exatamente igual ao seu valor contábil.

Vimos admitindo que o valor de mercado dos passivos é o valor do ponto de vista do credor, e tomamos como igual ao seu valor contábil; $P_{mc} = \text{Valor de Mercado da dívida do ponto de vista do Credor} = \text{DF} / k_d = \text{R}\$3.000 / 5\% = \text{R}\$60.000$.

Falta o cálculo do Ganho da Dívida; já vimos que ele é calculado pelo mesmo fluxo de caixa das despesas financeiras só que trazido a valor presente pelo custo do capital próprio. $P_{ma} = \text{Valor de Mercado da dívida do ponto de vista do acionista} = \text{DF} / k_e = \text{R}\$3.000 / 10\% = \text{R}\$30.000$. $\text{GD} = P_{mc} - P_{ma} = \text{R}\$60.000 - \text{R}\$30.000 = \text{R}\30.000

Isso significa que esse é um montante que mostra que a empresa vale mais do que a simples diferença algébrica entre os valores de mercado de seus ativos e de seus passivos.

Recalculemos agora o valor econômico do patrimônio líquido da firma, igual ao fluxo de caixa livre dos acionistas trazido a valor presente pelo custo do capital próprio, o que já havíamos feito no exemplo 1: $\text{PL}_m = \text{FCLA} / k_e = \text{R}\$7.000 / 10\% = \text{R}\$70.000$.

Se o valor de mercado do patrimônio líquido é $\text{R}\$70.000$, e o valor justo dos ativos é $\text{R}\$100.000$, e o dos passivos é $\text{R}\$60.000$, temos como cálculo do *goodwill*: $\text{Goodwill} = \text{PL}_m - (A_m - P_{mc}) = \text{R}\$70.000 - (\text{R}\$100.000 - \text{R}\$60.000) = \text{R}\$30.000$.

Ora, $\text{R}\$30.000$ é, nesse exemplo, exatamente o valor do Ganho da Dívida!!! Os ativos não têm capacidade de geração de caixa superior ao custo do capital próprio que representa seu próprio risco, logo, não há qualquer *goodwill* associado a esses ativos. **Essa empresa não tem nenhum goodwill fundamentado em qualquer unidade geradora de caixa do seu ativo. Seu goodwill decorre de um passivo** que é o genuíno fator que faz com que os lucros da empresa sejam superiores ao lucro normal, à remuneração do total do capital nela efetivamente aplicado.

Veja-se o seguinte raciocínio:

- i) Nos ativos da empresa foram aplicados $\text{R}\$100.000$, que geram $\text{R}\$10.000$ de fluxo de caixa livre operacional líquido dos tributos, ou seja, 10% , que é o k_e dos acionistas; se os acionistas fornecessem todo o capital necessário, o PL da empresa seria de $\text{R}\$100.000$ e os acionistas estariam ganhando exatamente seu custo de capital, e a empresa não teria qualquer *goodwill*;

- ii) Como na realidade investiram apenas R\$40.000, já vimos que esses R\$40.000 produzem 10% de retorno, ou seja, R\$4.000 (ver exemplo 2);
- iii) Os outros R\$60.000 foram obtidos de terceiros, com o custo de 5%, mas ganhando 10%, produzindo então um lucro adicional para os acionistas de R\$3.000 ($R\$60.000 \times (10\% - 5\%)$). Isso totaliza o lucro de R\$7.000 da empresa.
- iv) Logo, os acionistas estão com um retorno muito maior do que seu custo de oportunidade, estando ganhando 17,5% ($R\$7.000/R\40.000), como também explorado no exemplo 2.
- v) A empresa (firma) cobre todo o custo do capital de terceiros, R\$3.000, todo o custo do capital próprio, R\$4.000 ($R\$40.000 \times 10\%$ de k_e), e ainda propicia um lucro adicional (um EVA, *economic value added*), marginal, residual, de R\$3.000, que é o fator gerador do *goodwill*.
- vi) Assim, nesse exemplo, o único fator gerador do *goodwill* é a dívida!!!

Se quisermos ter o verdadeiro Balanço a Valores Econômicos da empresa, ao invés daquele apresentado no exemplo 1 e que lá afirmamos estar incorreto, é o seguinte:

Balanço a Valores Econômicos Verdadeiros			
Ativos a Valores Justos, Econômicos	R\$100.000	Valor Justo dos Passivos	R\$60.000
<i>Goodwill = Ganho da Dívida</i>	<u>R\$30.000</u>	Valor Justo do PL	<u>R\$70.000</u>
Valor da Firma	R\$130.000	Valor da Firma	R\$130.000

Se quisermos calcular o valor da firma com base no verdadeiro $wacc_m$, teríamos: $VF_m = FCLF / wacc_m$. O $wacc_m$, ou seja, o verdadeiro $wacc$ é igual a $(R\$60.000 / R\$130.000) \times 5\% + (R\$70.000 / R\$130.000) \times 10\% = 7,69\%$. Logo, $VF_m = R\$10.000 / 7,69\% = R\130.000 .

Veja-se que o valor econômico da firma não é o valor econômico dos ativos mensurados a valor justo, porque ele inclui o próprio *goodwill*. O *goodwill*, portanto, não é originado apenas dos ativos 'produtivos' da empresa, mas pode também se originar, e normalmente isso ocorre, dos seus passivos, mesmo quando o valor justo desses passivos seja igual ao seu valor contábil. Mas isso não está contemplado na literatura ou nas normas contábeis. Logo, é preciso avançar nessa direção.

Quando os ativos geram retornos acima do custo do capital próprio, eles são diretamente produtores dos lucros anormais e, portanto, materializadores do *goodwill*. Mas às vezes, ou melhor, muito comumente, o *goodwill* não deriva de qualquer ativo, de qualquer unidade geradora de caixa. E essa possibilidade real não está contemplada na normatização contábil atual, baseada nas IFRS.

4.4 Goodwill do Ativo e Goodwill do Passivo

Se o fator originador dos fluxos operacionais líquidos é uma determinada patente, e se ela tiver essa condição de ser individualizada, mensurada e ser passível de negociação, devemos, pelas normas contábeis, registrar o valor desse ativo intangível ao invés de genericamente denominá-lo de *goodwill*. O que denominamos de *goodwill* dificilmente se deve a um único fator, e sim a vários, e à sinergia entre muitos deles; nesses casos, normalmente não estão presentes as condições de identificação de cada um de tais fatores; ou, mesmo estando presente a possibilidade de identificação de um ou vários, não está a possibilidade de sua mensuração de forma confiável; ou, mesmo estando presentes essas condições todas, não está a possibilidade da venda desse fator em separado da empresa, como ocorre comumente com o nome da empresa, ou com a marca que representa a empresa como um todo.

Mas o que fazemos, contabilmente, é calcular o *goodwill* e, se ele se originar da utilização desses fatores de forma conjunta com ativos da empresa (máquinas, veículos, direitos de exploração, minas, imóveis etc.), dizemos que tais ativos são as unidades geradoras de caixa a serem vinculadas a esse *goodwill*.

Só que agora verificamos que parte do *goodwill* pode estar vinculado não a algum ativo, mas sim a passivos, o que vem sendo, até agora, não comentado ou discutido na

literatura contábil e muito menos na normatização brasileira ou internacional. A única menção das normas à possibilidade de *goodwill* associado a passivo é quando um determinado passivo possui valor justo diferente do seu valor contábil. Mas esse não é o caso que aqui estamos estudando, inclusive tomamos, desde o início, uma situação em que os dois valores, justo e contábil, do passivo, são iguais.

Urge, pois, a necessidade de um avanço (ou até mesmo reformulação) na literatura contábil, e também na normatização, para a inclusão da necessidade de alocar esse *goodwill* de forma específica, mais atrelada à sua essência econômica.

Na verdade, identificada a parcela do valor do custo de aquisição de um investimento que seja derivada de um Ganho da Dívida, tem-se um problema adicional ao passar-se ao passo seguinte, que é o de verificar se esse Ganho possui vida econômica definida para sofrer amortização contábil durante essa vida, ou vida econômica indefinida, a sofrer continuamente a análise da possibilidade de *impairment*. Não vamos aqui adentrar nessa matéria com profundidade, mas é de pensar-se que, estando a dívida sujeita a um processo de liquidação dentro de um certo tempo, é de imaginar-se que deveria ser tratado esse intangível como de vida definida. Mas, havendo a possibilidade e necessidade, não haveria um processo contínuo de renovação de dívidas tão vantajosas? Nesse caso, haveria razão econômica para a amortização do intangível? Afinal, a sustentação da não amortização do *goodwill* de vida indefinida no CPC 15 está justamente não no fato de que o mesmo *goodwill* permanece sempre dentro da empresa, mas sim no fato de que há, normalmente, uma contínua renovação e substituição de um *goodwill* antigo por outros novos. Mas vamos deixar esses pontos como sugestão para outros trabalhos.

É importante aclarar um outro ponto: o valor justo dos ativos, conforme conceituado na Contabilidade, não pode conter o efeito do *goodwill*. Tomados os ativos individualmente, seu valor justo corresponde ao efetivo valor de mercado no caso de um mercado ativo, tomado esse ativo individualmente. Vamos admitir a existência desse mercado ativo. Se simplificarmos que o valor de mercado corresponde, pelo menos inicialmente, ao seu valor contábil, tem-se que o *goodwill* dos ativos corresponde ao excedente do que esses ativos produzem sobre a remuneração do seu valor justo.

Por exemplo, se ativos de uma empresa produzem fluxo de caixa livre numa taxa de retorno r , e r é maior do que o custo do capital próprio k_e , isso significa que esse ativo é, quando conjugado com outros fatores intangíveis, capaz de produzir super lucros, lucros residuais, lucros anormais, acima da remuneração do capital necessário para sua existência. Veja-se daí o erro conceitual em se mensurar ativo com base no custo médio ponderado do capital total, como já comentado.

Um ativo, tomado isoladamente, não pode valer mais ou menos por causa da forma de seu financiamento. Economicamente existem, sim, dois fatores a influenciar o valor da firma, como visto: os ativos propriamente ditos e a qualidade da dívida, entendida como a derivada da relação entre seu custo e o retorno os ativos que ela financia. Mas é fundamental separarmos os dois elementos.

Assim, se um ativo que possui valor de mercado num mercado ativo produz retorno superior ao custo do capital próprio, isso estará mostrando que esse ativo, por causa de associação com algum fator intangível denominado de *goodwill*, tem um valor econômico para a empresa maior do que seu valor justo tomado de forma independente desse fator. Aí temos o genuíno *goodwill* vinculado a ativos. Mas pode ocorrer, e ocorre frequentemente, como vimos, de haver outro valor de *goodwill* associado a passivos (também pode haver '*badwill*' no caso de dívida com custo superior ao retorno provocado pelos ativos financiados por ela).

Quando se trabalha com o *wacc* para avaliar um ativo, está-se fazendo de uma mensuração que não é a desse ativo unicamente porque está misturando fatores originadores de lucro residual. Está-se misturando esse valor justo do ativo propriamente dito com os efeitos da

dívida que tenha um custo menor (ou maior) do que o retorno dos ativos. Faz sentido um automóvel ter preço de mercado diferente porque foi comprado a vista ou com financiamento? A não ser que o financiamento possa ser transferido juntamente com o veículo. Mas aí o valor de mercado não é do veículo tomado isoladamente; ele estará considerando a existência de dois fatores, é claro. Por exemplo, tomemos três veículos usados absolutamente iguais que, estivessem todos sem financiamento, valeriam exatamente iguais no mercado. Mas ocorre de um estar sem financiamento, outro com saldo de financiamento de metade do seu valor com taxa de juros de 0,1% ao mês e o terceiro com o mesmo valor de financiamento mas com taxa de juros de 2% ao mês. Parece óbvio que deverão ser negociados por preços diferentes, sendo o segundo acima do primeiro e o terceiro abaixo dos outros dois. Mas tudo por causa da influência do valor do passivo somente. Se esses carros todos forem negociados separadamente de suas dívidas, terão o mesmo valor de mercado.

Veja-se, portanto, o grave defeito que é o de se avaliar qualquer ativo pelo $wacc$, pelo custo médio ponderado das fontes de recurso que o financiam. Agora, imagine-se o nível de erro ampliado caso se utilize o $wacc_c$ com o uso dos valores contábeis e não dos valores de mercado dos passivos e do patrimônio líquido.

Para finalizar, o último exemplo a seguir demonstra a possibilidade da correta aplicação dos conceitos neste artigo comentados, segregando os componentes do valor da firma.

Exemplo 7

Tomando ainda o mesmo exemplo sendo utilizado, mas com mudança de um único fator. Admitamos que os ativos da empresa rendam, na verdade, 12%, e não 10%. Teríamos contabilmente:

Balanco a Valores Contábeis	
Ativos	R\$100.000
Passivos	R\$60.000
Patrimônio Líquido	R\$40.000

Onde $r_a = 12\%$, $k_d = 5\%$ e $k_e = 10\%$.

Resultado Contábil	
Receitas - Despesas Operacionais = FCL	R\$12.000
Despesas Financeiras	<u>R\$(3.000)</u>
Lucro Líquido	R\$9.000

Teremos, a partir desses números, primeiro, o valor do patrimônio líquido pelo fluxo de caixa do acionista: $PL_m = FCLA / k_e = R\$9.000 / 10\% = R\90.000 .

O valor de mercado do passivo do ponto de vista do credor e dos acionistas e o Ganho da Dívida:

$$P_{mc} = DF / k_d = R\$3.000 / 5\% = R\$60.000$$

$$P_{ma} = DF / k_d = R\$3.000 / 10\% = R\$30.000$$

$$GD = P_{mc} - P_{ma} = R\$60.000 - R\$30.000 = R\$30.000$$

Assumamos que o valor justo dos ativos, ou seja, seu valor de mercado, individualmente tomado, corresponda exatamente ao seu valor contábil. Ou seja, $A_j = \text{Ativos a Valores Justos de Mercado}$, tomados individualmente = R\$100.000.

Só que o valor econômico desses ativos, tomado pelo valor presente do fluxo de caixa livre, é: $A_m = FCLF / k_e = R\$12.000 / 10\% = R\120.000 .

Logo, o *goodwill* associado a esses ativos é: $G_a = A_m - A_j = R\$120.000 - R\$100.000 = R\$20.000$, onde G_a é o *goodwill* dos ativos.

O Ganho da Dívida continua como antes: $P_{mc} = \text{Valor de Mercado da dívida do ponto de vista do Credor} = DF / k_d = R\$3.000 / 5\% = R\$60.000$. $P_{ma} = \text{Valor de Mercado da dívida do ponto de vista do Sócio} = DF / k_e = R\$3.000 / 10\% = R\$30.000$. $GD = P_{mc} - P_{ma} = R\$60.000 - R\$30.000 = R\30.000 .

Logo, o *Goodwill* total (G_t), fica composto assim: $G_t = PL_m - (A_m - P_{mc}) = R\$90.000 - (R\$100.000 - R\$60.000) = R\$50.000$. E esse *Goodwill* total é formado por dois pedaços: o associado ao ativo, de R\$20.000, e ao associado ao passivo: $G_t = G_a + GD = R\$20.000 + R\30.000 .

Antes, o *goodwill* que nos exemplos anteriores estava vinculado só ao passivo, agora está associado ao ativo e ao passivo.

Se quisermos ter o Balanço a Valores Econômicos da empresa, faremos:

Balço a Valores Econômicos Verdadeiros			
Ativos a Valores Justos, Econômicos	R\$100.000	Valor Justo dos Passivos	R\$60.000
<i>Goodwill associado aos Ativos</i>	R\$20.000	Valor Justo do PL	<u>R\$90.000</u>
<i>Goodwill = Ganho da Dívida</i>	<u>R\$30.000</u>	Valor da Dívida +	R\$150.000
Valor da Firma	R\$150.000	Capital Próprio	

Só por curiosidade, se calculássemos o Valor da Firma pelo *wacc* errado, teríamos: Cálculo do Vulgo Valor da Firma = $FCLF / wacc_c = R\$12.000 / 7,00\% = R\171.429 . Cálculo do Vulgo Valor do Patrimônio Líquido = $VuPL = VuVP - P = R\$171.429 - R\$60.000 = R\$111.429$.

Já o Valor da Firma pelo *wacc* correto, que passa a ser de 8,00% ($R\$60.000 / R\$150.000 \times 5\% + R\$90.000 / R\$150.000 \times 10\%$), seria: $VF_m = FCLF / wacc_m = R\$12.000 / 8\% = R\$150.000$.

A fórmula do cálculo do valor da firma, com o *wacc* correto, é perfeita. Só que, conforme dissemos, inútil, porque precisamos primeiramente calcular o valor de mercado do PL e também o valor de mercado de P para depois calcularmos o *wacc* verdadeiro.

E mais, a fórmula do Valor da Firma, mesmo calculada corretamente, mistura três componentes: o valor justo dos ativos tomados isoladamente, o valor do *goodwill* vinculado aos ativos e o valor do *goodwill* vinculado aos passivos.

5 E O ESTRANHO É QUE HÁ UM PASSIVO CUJO GOODWILL VEM SENDO NEGOCIADO HÁ TEMPOS

Martins, V. já fizera sua dissertação de Mestrado (MARTINS, 2002) mostrando que há um tipo de passivo que possui negociação normal e tradicional em alguns países, principalmente nos EUA: a conta de Depósitos Estáveis de instituições financeiras. Lá até existem bancos que fazem algo semelhante como no Brasil na atividade de operações de crédito; aqui há instituições especializadas em oferecer operações de crédito para clientes e depois ceder essas carteiras para outras instituições financeiras. Mas, no mercado norte-americano, isso existe também com a conta de depósitos: instituições especializadas em captar depósitos e depois cedê-los para outras instituições financeiras.

E lá não só é rico o mercado em negociações desse tipo, como também há boa literatura a respeito. Veja-se bibliografia nessa dissertação e outras, tais como Barth *et al.* (1996), Arcas Pellicer (1996), Berlin e Mester (1999), Berlin e Mester (1998), Boot (2000), Hao *et al.* (2001), Nagar e Rajan (2005), Begley *et al.* (2006), Jiménez *et al.* (2012).

A que corresponde essa operação? À materialização do Ganho na Dívida! A conta de depósitos, tanto os a vista sem remuneração como os a prazo remunerados, é uma conta que gera um ganho ao seu detentor. Logo, quando alguém adquire uma instituição financeira, parte do *goodwill* está sendo paga por conta dessa conta, ou seja, parcela do *goodwill* nada tem a ver com a qualidade dos ativos, mas sim com a desse passivo em especial. Inclusive, muitas instituições negociam especificamente esse passivo, apenas ele, e não a instituição como um todo. Em essência, essa parcela do ganho não é um *goodwill*, mas sim um ativo intangível passível de mensuração e reconhecimento, os chamados *core deposit intangibles*, ou simplesmente CDI em inglês. Como mencionado atrás, existe nos Estados Unidos um mercado ativo para esse tipo de 'ativos' (na verdade, passivos). Dessa forma, ao se mensurar os depósitos das instituições financeiras por seus valores justos, naturalmente há que se registrar os ativos intangíveis deles derivados^v.

O que parece não ter ficado claro ainda na literatura de contabilidade (em outras áreas como *banking* isso é bem resolvido) e na prática de avaliação de empresas, e isso também ocorre naquele país, é que esse fato é generalizado e vale para todas as dívidas assumidas pelas empresas. (É claro que, em algumas situações, elas são produtoras de "*badwill*", porque podem estar custando mais do que o custo do capital próprio da entidade, mas essa não é, obviamente, a situação que se pode denominar de normal.)

Assim, o que aqui se está fazendo é mostrando a viabilidade da generalização da análise dos Ganhos na Dívida e mostrando também que a sua não consideração produz erros na identificação dos fatores originadores do *goodwill* na aquisição de participações societárias ou de certos tipos de negócios.

6 AS PONTOS DAS NORMAS CONTÁBEIS QUE POSSUEM PROBLEMAS POR CAUSA DO ASSUNTO DISCUTIDO NESTE TRABALHO

Sem querer fazer um levantamento exaustivo, vamos comentar alguns trechos dos Pronunciamentos Técnicos emitidos pelo CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis, aprovados pelo CFC – Conselho Federal de Contabilidade, pela CVM – Comissão de Valores Mobiliários e alguns outros órgãos reguladores brasileiros.

O Pronunciamento Técnico CPC 01 – Redução ao Valor Recuperável de Ativos (*Impairment*) (Cpc, 2010) menciona, em seu item 56, ao falar da taxa para trazer a valor presente fluxos esperados de um ativo, a fim de calcular eventual imparidade contábil, a possibilidade do uso de “taxas implícitas em transações correntes de mercado para ativos semelhantes”, ou do “custo médio ponderado de capital de companhia aberta listada em bolsa que tenha um ativo único (ou carteira de ativos) semelhante em termos de potencial de serviço e riscos do ativo sob revisão” (nossos grifos).

No item A17, letra (a) do mesmo Pronunciamento, permite-se o uso do “custo médio ponderado de capital da entidade, apurado por meio de técnicas como o modelo de avaliação de ativos financeiros (CAPM)” (nossos grifos).

Esse CPC 01 ainda define:

Unidade geradora de caixa é o menor grupo identificável de ativos que gera entradas de caixa, entradas essas que são em grande parte independentes das entradas de caixa de outros ativos ou outros grupos de ativos. (nossos grifos).

No CPC 46 – Mensuração do Valor Justo (CPC, 2012), há a menção ao uso do custo médio ponderado de capital (*wacc*) no item EI63, exemplo 17.

O novíssimo IFRS 15 – *Revenue from Contracts with Customers* (IFRS, 2014), ainda a ser emitido pelo CPC, menciona “*cost of capital*”. Até o CPC PME – Contabilidade para Pequenas e Médias Empresas menciona custo de capital.

Outro Pronunciamento que precisa sofrer revisão urgentemente é o CPC 15 – Combinação de Negócios (CPC, 2011), porque ele desconhece olímpicamente a possibilidade de pelo menos uma parte do *goodwill* ser vinculada não a uma unidade geradora de caixa, mas sim a um ou a vários passivos financiadores dos ativos da entidade. É necessário inclusive mudar a definição de *goodwill*, visto que a atual é a seguinte:

Ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) é um ativo que representa benefícios econômicos futuros resultantes de outros ativos adquiridos em uma combinação de negócios, os quais não são individualmente identificados e separadamente reconhecidos. (nossos grifos).

É interessante notar que, quando se fala em “custo do capital próprio”, ninguém, aparentemente, faz qualquer confusão com um conceito de natureza econômica, e não contábil (infelizmente essa é, na opinião destes autores, uma das duas enormes falhas da contabilidade ainda hoje – a outra é a não consideração sistemática dos efeitos da inflação). Ninguém minimamente informado confunde “juros sobre capital próprio” para fins tributários com custo de capital próprio para fins de análise financeira.

Porém, parece não ser generalizada a ideia de que quando se fala em custo do capital próprio e se o liga à figura do capital próprio, o valor do capital próprio precisa também ser

entendido, nesse contexto, do seu ponto de vista econômico, de sua mensuração econômica, e não contábil.

E quando se fala genericamente em “custo do capital”, nem todos se lembram que está-se falando do custo do capital total, ou seja, da média ponderada dos custos dos capitais próprio e de terceiros, ou seja, do *wacc*, mas do genuíno, e não do calculado erroneamente.

Mas há ainda o fato de que utilizar-se do *wacc*, e estamos falando do conceito correto, para mensuração do valor de um ativo é uma incorreção, porque está-se definindo o valor do ativo com base na estrutura de seu financiamento, o que não faz sentido econômico.

Por isso chamamos a atenção para os riscos em se utilizar esses conceitos nas normas contábeis sem o devido cuidado, porque essa confusão pode levar, fora os sérios problemas de avaliação no mundo dos negócios, a cálculos incorretos de números a serem considerados para fins contábeis, como no caso do cálculo de possível *impairment* de algum ativo e outros.

Finalizando esse item, mostramos uma rara crítica ao uso indevido do *wacc* na literatura internacional específica de contabilidade:

IAS 36 recommends determining value in use through discounting free cash flows by WACC, but defines both measures very differently from standard valuation theory. Its free cash flows are not affected by taxes, while the WACC will be higher than the conventional figure. How the capital structure, essential for determining WACC, can reflect a calculation before financing is not discussed in the standard. (grifos adicionados) (CATTY, 2010, p. 149).

7 MAS HÁ TANTO AINDA A SER INTRODUZIDO NESSA ANÁLISE...

Para uma análise mais refinada há que se considerar fatores adicionais às análises dos custos de capital próprio e de terceiros. Na realidade, na ausência de qualquer dívida, o custo do capital próprio desalavancado (k_{ed}) estará derivado exclusivamente do risco do ativo. Assim, o valor econômico do ativo, incluindo os valores justos dos elementos que o formam e o valor do *goodwill* associado a esses mesmos ativos (incluindo, é claro, efeitos de “ativos” não contabilizados, como reputação, tecnologia, localização, nome, qualificação da gestão, do corpo de vendas etc....) será dado pelo fluxo de caixa livre descontado por esse k_{ed} .

Mas, ao se substituir um primeiro pedaço do capital próprio por uma dívida, mesmo que pequena, deverá ocorrer de o custo do capital próprio crescer, porque afinal de contas aumenta o risco dos proprietários, já que se obrigam a pagar as despesas financeiras e o próprio principal dessa dívida, que têm preferência sobre o valor residual dos sócios. Com isso, há a ocorrência de dois fatores: surge o Ganho na Dívida, mas há uma perda de valor pelo acréscimo do k_e , que passa de k_{ed} para k_{ea1} , ou seja, de um custo de capital próprio desalavancado para um custo de capital próprio alavancado ao nível 1.

Se houver outro degrau para novo aumento da dívida, o k_d dessa dívida deverá subir, aumentando o custo médio do passivo oneroso, mas também deverá aumentar o k_e e assim sucessivamente. Haverá outro ganho da dívida, mas também outra perda etc.

Martins, V., em sua citada tese de doutoramento e no artigo de sua divulgação, traz mais detalhes sobre como tratar essa evolução. Não vamos aqui adentrar esse campo por absoluta falta de espaço.

8 RESUMO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como desenvolvido e evidenciado ao longo do texto, o *wacc* é um conceito indiscutivelmente correto do ponto de vista técnico para diversos fins, mas não para avaliação de empresas ou negócios. Para esse fim, cai-se no efeito circular: só é possível sua utilização se o valor econômico da empresa já for conhecido. Logo, o *wacc* é inútil para tal finalidade. Sua utilização na prática tem sido, infelizmente, feita sistematicamente de forma errônea e inaceitável. Isso invalida, então, do ponto de vista prático, o modelo do fluxo de caixa livre da firma.

Quando se trabalha com fluxo de caixa descontado, os modelos de fluxos de dividendos e de caixa livre do acionista é que são os tecnicamente válidos, mas eles não se utilizam do conceito do *wacc*.

Mas esses dois modelos omitem algo fundamental: a explicitação e a evidenciação do quanto do valor do negócio se deve à qualidade (ou falta de) do passivo oneroso, no sentido de ter um custo líquido diferente do retorno do ativo no qual está aplicado. E, em muitas situações, valor significativo do *goodwill* reside exatamente nesse elemento: o passivo oneroso com custo inferior ao retorno provocado. Ou seja, desde que haja passivo oneroso, deve estar presente a situação em que uma parte do *goodwill* se deve não a qualquer elemento tradicionalmente listado na teoria e nas normas contábeis, mas sim a esse *passivo*. Não há, na verdade, como identificar qualquer ativo ou qualquer unidade geradora de caixa que responda por essa parte do *goodwill*. E isso não vem sendo sequer mencionado nos textos teóricos ou nos atos normativos contábeis.

A identificação e a mensuração desse “Ganho na Dívida” é de suma importância em teoria e na prática. Essa identificação e mensuração parece existir, no mundo real, apenas no caso dos depósitos bancários, e principalmente fora do Brasil. Ora, o depósito bancário, a título oneroso ou não, é apenas mais um dos passivos financeiros da entidade.

Procuramos aqui, com base em conceito e em exemplos, evidenciar como o estudo conjunto de conceitos de contabilidade e de finanças pode ajudar a evoluir o conhecimento de ambas as áreas, produzir informações úteis e auxiliar na gestão e nos processos negociais. E pode ajudar no processo de melhoria inclusive das normas contábeis, que contêm omissões e erros nessa matéria.

REFERÊNCIAS

ARCAS PELLICER, M. J. Naturaleza y valoración de la base de depositos estables en las entidades de credito. **Revista Espanola de Financiacion y Contabilidad**, v. 26, n. 89, p. 837-862, 1996.

ARMSTRONG, C.; BARTH, M. E.; JAGOLINZER, A. D.; RIEDL E. J. Market Reaction to the Adoption of IFRS in Europe. **The Accounting Review**, v. 85, n. 1, p. 31-61, January 2010. <http://dx.doi.org/10.2308/accr.2010.85.1.31>

ARMSTRONG, C.; JAGOLINZER, A. The IAS 39 ‘Carve-Out’: how the European Union hedged its exposure to the international standard on derivatives and hedging, **Harvard Business School Case**, n. A-191, 2005.

BADE, B. Comment on "The weighted average cost of capital is not quite right". **Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 49, n. 4, p. 1476-1480, 2009. <http://dx.doi.org/10.1016/j.qref.2009.05.002>

BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. Value-relevance of banks' fair value disclosures under SFAS No 107. **The Accounting Review**, v. 71, n. 4, p. 513-537, Oct 1996.

BEAVER, W. H. Comments on 'An empirical assessment of the residual income valuation model'. **Journal of Accounting & Economics**, v. 26, n. 1-3, p. 35-42, Jan 1999. [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00042-1](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00042-1)

BEGLEY, J.; MING, J.; WATTS, S. Bankruptcy classification errors in the 1980s: an empirical analysis of altman's and ohlson's models. **Review of Accounting Studies**, v. 1, n. 4, p. 267-284, 1996. <http://dx.doi.org/10.1007/BF00570833>

BEGLEY, J. O. Y. et al. Modeling Goodwill for Banks: A Residual Income Approach with Empirical Tests Discussion of "Modeling Goodwill for Banks: A Residual Income Approach with Empirical Tests". **Contemporary Accounting Research**, v. 23, n. 1, p. 31-71, Spr 2006.

BERLIN, M.; MESTER, L. J. On the profitability and cost of relationship lending. **Journal of Banking & Finance**, v. 22, n. 6-8, p. 873-897, Aug 1998. [http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00033-8](http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00033-8)

_____. Deposits and relationship lending. **Review of Financial Studies**, v. 12, n. 3, p. 579-607, Fal 1999. doi: 10.1093/rfs/12.3.579

BOOT, A. W. A. Relationship Banking: What Do We Know? **Journal of Financial Intermediation**, v. 9, n. 1, p. 7-25, 2000. <http://dx.doi.org/10.1006/jfin.2000.0282>

CATTY, J. **Guide to Fair Value under IFRS**. 2010.

CPC, Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **CPC 01 - Redução ao Valor Recuperável de Ativos**, 2010.

_____. **CPC 15 - Combinação de Negócios**, 2011.

_____. **CPC 46 - Mensuração do Valor Justo**, 2012.

DECHOW, P. M.; HUTTON, A. P.; SLOAN, R. G. An empirical assessment of the residual income valuation model. **Journal of Accounting & Economics**, v. 26, n. 1-3, p. 1-34, Jan 1999. [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00049-4](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00049-4)

FELTHAM, G. A.; OHLSON, J. A. Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 2, p. 689-731, 1995. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00462.x>

HAO, J.; HUNTER, W. C.; YANG, W. K. Deregulation and efficiency: The case of private Korean banks. **Journal of Economics and Business**, v. 53, n. 2-3, p. 237-254, 2001. [http://dx.doi.org/10.1016/S0148-6195\(00\)00051-5](http://dx.doi.org/10.1016/S0148-6195(00)00051-5)

IFRS, International Accounting Standards Board, **IFRS 15 Revenue from Contracts with Customers**, 2014.

JIMÉNEZ, G. et al. Credit supply and monetary policy: Identifying the bank balance-sheet channel with loan applications. **American Economic Review**, v. 102, n. 5, p. 2301-2326, 2012. <http://dx.doi.org/10.1257/aer.102.5.2301>

KEEF, S. P.; KHALED, M. S.; ROUSH, M. L. A note resolving the debate on "The weighted average cost of capital is not quite right". **Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 52, n. 4, p. 438-442, 2012. <http://dx.doi.org/10.1016/j.qref.2012.07.004>

MARTINS, V. A. **Contribuição à avaliação do goodwill: depósitos estáveis, um ativo intangível**. 2002. 277 f. Dissertação (Mestrado). Departamento de Contabilidade, USP, São Paulo.

_____. **Interações entre Estrutura de Capital, Valor da Empresa e Valor dos Ativos**. 2005. 155 f. Tese (Doutorado). Departamento de Contabilidade, USP, São Paulo.

MARTINS, V. A.; CARVALHO, L. N. G.; ASSAF NETO, A. Anatomia do valor de empresas. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 4, p. 1071-1105, 2008. <http://dx.doi.org/10.1590/S1415-65552008000400009>

MILLER, R. A. The weighted average cost of capital is not quite right. **Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 49, n. 1, p. 128-138, 2009a. <http://dx.doi.org/10.1016/j.qref.2006.11.001>

_____. The weighted average cost of capital is not quite right: Reply to M. Pierru. **Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 49, n. 3, p. 1213-1218, 2009b. <http://dx.doi.org/10.1016/j.qref.2008.11.002>

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

_____. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment - Reply. **American Economic Review**, v. 49, n. 4, p. 655-669, 1959.

_____. Corporate-Income Taxes and the Cost of Capital - a Correction. **American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

MYERS, J. N. Implementing residual income valuation with linear information dynamics. **Accounting Review**, v. 74, n. 1, p. 1-28, Jan 1999. <http://dx.doi.org/10.2308/accr.1999.74.1.1>

NAGAR, V.; RAJAN, M. V. Measuring customer relationships: The case of the retail banking industry. **Management Science**, v. 51, n. 6, p. 904-919, Jun 2005. <http://dx.doi.org/10.1287/mnsc.1050.0376>

OHLSON, J. A. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 2, p. 661-687, 1995. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>

_____. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective. **Contemporary Accounting Research**, v. 18, n. 1, p. 107-120, 2001. <http://dx.doi.org/10.1506/7TPJ-RXQN-TQC7-FFAE>

PIERRU, A. "The weighted average cost of capital is not quite right": A comment. **Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 49, n. 3, p. 1219-1223, 2009a. <http://dx.doi.org/10.1016/j.qref.2008.08.002>

_____. "The weighted average cost of capital is not quite right": A rejoinder. **Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 49, n. 4, p. 1481-1484, 2009b. <http://dx.doi.org/10.1016/j.qref.2009.01.002>

ⁱ Não vamos aqui tratar da avaliação com base nos dividendos ou em outros critérios como múltiplos de faturamento, de Ebitda etc.

ⁱⁱ Vide Ohlson (1995) e Feltham e Ohlson (1995) para formalização de modelos de avaliação econômica do capital próprio com base em números contábeis, mas com a inclusão do lucro.

ⁱⁱⁱ Neste artigo os termos sócios e acionistas são utilizados de forma intercambiável, pois o assunto é válido tanto para companhias abertas quanto fechadas, para sociedades limitadas etc.

^{iv} Na verdade o GD é em função do diferencial entre o kd e o ke_d , o custo de oportunidade do capital próprio desalavancado. Mas neste artigo não entraremos em maiores detalhes. Isso fica para outra oportunidade.

^v É interessante notar que uma das exceções da União Europeia à adoção plena das IFRSs (*carved outs*) como modelo contábil desse bloco foi motivada pelo *lobby* das instituições financeiras para não mensurar seus passivos a valores justos, pois implicaria justamente no registro desses ativos de que estamos falando, os ativos intangíveis decorrentes dos depósitos estáveis, ou *core deposit intangibles*. Para maiores detalhes vide Armstrong et al (2005) e Armstrong e Jagolinzer (2010).