

## AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Doutor António Morão Lourenço, meu orientador, pela orientação e incentivo ao longo da realização deste trabalho.

Aos meus pais, pela minha formação, pelos ensinamentos e valores transmitidos ao longo da vida.

Aos meus amigos e colegas de Mestrado, pelo apoio e motivação que me deram ao longo deste trabalho.

Agradeço também a todos aqueles, que me acompanharam na minha vida académica, ajudaram, incentivaram e deram sugestões para este trabalho

Um agradecimento a todos os docentes do Mestrado em Contabilidade e Finanças da ESGS.

## RESUMO

O estudo tem como objetivo a aplicação de uma metodologia que permite a avaliação de ativos intangíveis, pois o valor de mercado de uma empresa não pode ser explicado apenas pelos seus ativos tangíveis. Contudo, procurou-se avaliar financeiramente uma marca com base no método de fluxo de caixa descontado, com o auxílio da ferramenta *Scorecard* da marca, desenvolvida por Milone (2004). A ferramenta permitiu identificar e quantificar a influência exercida pela marca na obtenção de fluxos futuros de uma empresa. Sendo que entre os diversos ativos intangíveis que acrescentam valor a uma empresa, a marca é a que mais destaque apresenta, no que diz respeito a valor acrescentado.

A metodologia foi aplicada ao Grupo “Galp Energia”, sendo uma das maiores empresas portuguesas e com, mais experiência no sector energético, contando já com três séculos de sucesso, tendo resultado na construção de uma empresa com uma marca forte.

Após a aplicação da metodologia proposta, foi calculado o valor da marca da “Galp Energia” no total de 4.077.404 €, o que representa 30,79% do valor total da empresa. Portanto, o impacto que a marca possui sobre os fluxos de caixa de uma empresa é bastante significativo.

**Palavras-chave:** Ativos Intangíveis, Marcas, Fluxo de Caixa Descontado, *Scorecard* da Marca.

## ABSTRACT

The study aims to apply a methodology that allows the evaluation of intangible assets, as the market value of a company can not be explained only by its tangible assets. However, we tried to financially evaluate a brand based on the cash flow method discounted, with the help of the Scorecard tool brand, developed by Milone (2004). The tool allowed us to identify and quantify the influence of the brand in obtaining future cash flows of a company. And among the various intangible assets that add value to a company, the brand is the most prominent features, with respect to added value.

The methodology was applied to the Group "Galp Energia", being one of the largest Portuguese companies and, more experience in the energy sector, having already three centuries of success and resulted in the construction of a company with a strong brand.

After application of the proposed methodology, we calculated the value of the brand of "Galp Energia" totaling € 4,077,404, representing 30.79% of the total value of the company. Therefore, the impact the brand has on the cash flows of a company is significant.

**Keywords:** Intangible Assets, Brands, Discounted Cash Flow, Brand *Scorecard*.

# ÍNDICE GERAL

AGRADECIMENTOS .....	i
RESUMO .....	ii
ABSTRACT .....	iii
ÍNDICE GERAL .....	iv
ÍNDICE DE FIGURAS .....	vi
ÍNDICE DE TABELAS .....	vii
ÍNDICE DE GRÁFICOS .....	viii
LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS .....	ix
CAPÍTULO I – INTRODUÇÃO GERAL .....	1
1.1.Enquadramento Temático .....	1
1.2.Objetivo e Âmbito da Investigação .....	2
1.3.Metodologia da Investigação.....	4
1.4.Organização Geral do Trabalho .....	5
CAPÍTULO II – FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA .....	6
2.1.As Marcas.....	6
2.2.Os Benefícios da Marca .....	9
2.3.Ativos Tangíveis .....	10
2.4.Ativos Intangíveis .....	11
2.5.Goodwill.....	16
2.6.As Componentes do Valor da Empresa .....	18
CAPÍTULO III – AVALIAÇÃO DO VALOR DA MARCA.....	22
3.1.O Valor da Marca.....	22
3.2. Modelos de Medição do Valor da Marca.....	25
3.2.1.Modelo de Medição de Aaker .....	26
3.2.2.Modelo de Medição de Keller .....	31
3.3.A Identidade e Imagem das Marcas.....	33
3.4.Modelos de Valorização das Marcas .....	37
3.4.1.Abordagem Baseada no Custo .....	38
3.4.2.Abordagem Baseada no Mercado Financeiro .....	39
3.4.3.Abordagem Baseada no Rendimento .....	40
3.5.Modelos de Avaliação de Marcas por Empresas de Consultadoria .....	42

3.6.O valor Intangível da Marca.....	45
CAPÍTULO IV – METODOLOGIA .....	47
4.1.A Metodologia <i>Scorecard</i> da Marca .....	47
4.2.Custo Médio e Ponderado do Capital.....	49
4.3.Custo do Capital Próprio.....	50
4.4.Avaliação por Fluxos de Caixa Descontados .....	54
4.4.1.Aspetos Gerais.....	54
4.4.2.Aplicação dos Fluxos de Caixa Descontados.....	57
4.4.3.Limitações dos Fluxos de Caixa Descontados.....	58
4.5.Indicadores do Valor da Marca .....	61
4.6.Descrição dos Indicadores do Valor da Marca.....	63
4.7.Sistema de Notas e Ponderação dos Fatores.....	68
CAPÍTULO V – RESULTADOS OBTIDOS .....	71
5.1. Apresentação da Empresa Galp Energia.....	71
5.2.Recolha de Dados.....	72
5.3.Resultados do <i>Scorecard</i> da Marca - Galp Energia.....	73
5.4.Avaliação Financeira da Marca.....	75
CAPÍTULO VI - CONCLUSÕES GERAIS.....	78
6.1.Conclusões .....	78
6.2.Principais Limitações do Estudo.....	79
6.3.Sugestões para Investigações Futuras .....	79
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	80
OUTRAS FONTES DE INFORMAÇÃO.....	87
ANEXOS .....	88

## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - As Fases Relacionadas com o Objetivo e Âmbito da Investigação.....	2
Figura 2 - O Triângulo da Marca.....	8
Figura 3 - Os Benefícios da Marca.....	9
Figura 4 - Categorias de Ativos Intangíveis .....	13
Figura 5 - Modelo da Dinâmica do Valor – Ativos mais Significativos .....	15
Figura 6 - Valor Económico .....	18
Figura 7 - Balanço Patrimonial de uma Empresa.....	19
Figura 8 - As Três Dimensões da Marca .....	25
Figura 9 - Modelo de medição do valor da marca de Aaker .....	26
Figura 10 - Modelo de medição do valor da marca de Keller.....	31
Figura 11 - Prisma de Identidade da Marca.....	33
Figura 12 - Os Estágios da Marca .....	35
Figura 13 - Evolução da Relação da Marca com o Consumidor.....	36
Figura 14 - Ciclo de características para avaliação de marcas segundo o mercado financeiro.....	39
Figura 15 - Visão geral da avaliação da Brand-Finance.....	43
Figura 16 - As marcas Portuguesas mais valiosas em 2012.....	44
Figura 17 - Relação entre o <i>Scorecard</i> da Marca e a DFC.....	48
Figura 18 - Indicadores de Desempenho da Marca .....	62

## ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Taxonomia dos Ativos Intangíveis.....	14
Tabela 2 - Avaliação da Marca Segundo os Custos .....	38
Tabela 3 - Fatores de Força da Marca .....	42
Tabela 4 - Classificações de Alcance Geográfico .....	65
Tabela 5 - Sistema de Notas e Ponderação dos Indicadores.....	68
Tabela 6 - Resultados do <i>Scorecard</i> da Marca Galp Energia.....	73
Tabela 7 - Fatores Ponderados da Marca.....	74
Tabela 8 - Fluxo de Caixa Previsional.....	75
Tabela 9 - Fluxo de Caixa Previsional – <i>Scorecard</i> da Marca .....	76
Tabela 10 - Valor da Marca “Galp Energia” .....	77

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Representação Gráfica do Valor da Marca .....	77
---	----

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

APT - Arbitrage Pricing Theory

AT - Ativos Tangíveis

AI - Ativos Intangíveis

BVA - Brand Value Added

CAPM - Capital Asset Pricing Model (Modelo de equilíbrio dos ativos financeiros)

CMPC - Custo Médio Ponderado do Capital

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

DFC - Demonstração Fluxos de Caixa

DR - Demonstração de Resultados

EVA - Economic Value Added (Valor Económico Acrescentado)

FCD - Fluxo de Caixa Descontado

FCFE - Free Cash Flow to Equity (Fluxo monetário gerado para os acionistas)

FCFF - Free Cash Flow to Firm (Fluxo monetário gerado para a empresa)

IASB - International Accounting Standards Board

INPI - Instituto Nacional da Propriedade Industrial

MVA - Market Value Added (Valor acrescentado pelo mercado)

NCRF - Normas Contabilísticas e de Relato Financeiro

NI - Normas Interpretativas

NIC - Normas Internacionais de Contabilidade

POC - Plano Oficial de Contabilidade

SNC - Sistema de Normalização Contabilística

WACC - Weighted Average Cost of Capital

# CAPÍTULO I – INTRODUÇÃO GERAL

A fim de contextualizar a temática abordada pelo presente estudo, será feito um enquadramento temático de seguida a apresentação do objetivo e âmbito da investigação e metodologia da dissertação de mestrado. Deste modo, espera-se transmitir o contexto de investigação facilitando a compreensão do tema e estudo analisado.

## 1.1. Enquadramento Temático

O tema dos ativos intangíveis tem gerado grandes discussões entre os exploradores desta área; para Marion (2005:1) a mudança da ênfase do ativo tangível para o intangível foi marcante nas duas últimas décadas. O valor de uma empresa não é só representado pelos seus ativos tangíveis, daí a necessidade de provar que os ativos intangíveis, como exemplo a marca, patente, capital intelectual, investigação e desenvolvimento, entre outros, são elementos que representam uma percentagem bastante relevante no do valor total da empresa.

A marca como ativo intangível ao longo dos tempos contribui de maneira significativa no resultado financeiro da empresa. No entanto, a marca como ativo intangível possui um elevado grau de influência, nas estratégias corporativas da empresa, com a finalidade de cativar os consumidores. Toda e qualquer estratégia, para ser bem-sucedida, deve levar em consideração os aspetos inerentes à formação de uma marca forte.

A nível empresarial, existe a necessidade de aprofundar os estudos na área dos ativos intangíveis. Contudo, este trabalho irá incidir numa pesquisa relacionada com o valor da marca. Para se obter o valor das marcas será aplicado a método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), com auxílio da ferramenta *Scorecard* da marca, que identifica e quantifica a influência que a marca exerce nos fluxos de caixa futuros de uma empresa. Porém, a utilização de vários métodos de avaliação por parte dos investigadores, os mais difundidos a nível da literatura, são os baseados nos valores previsionais dos fluxos de caixa futuros, sendo descontados a valores atuais.

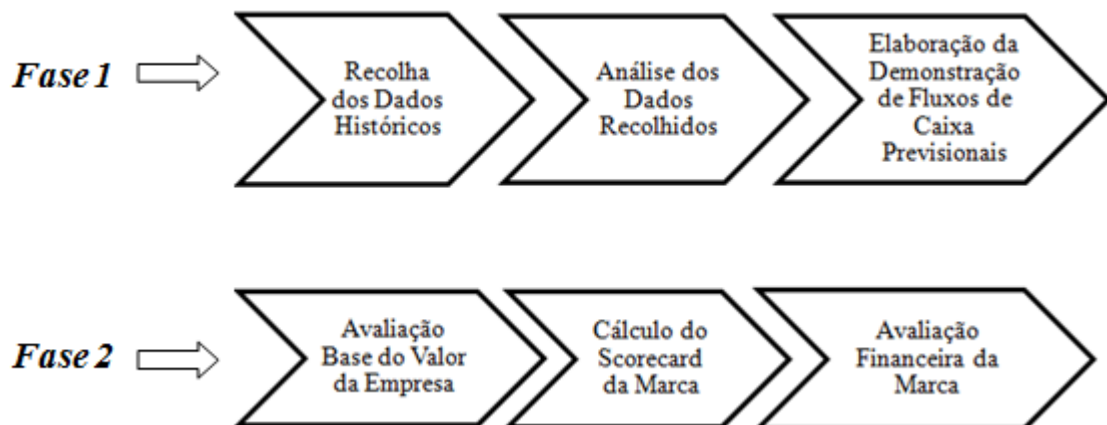
Apesar da dificuldade existente na avaliação dos ativos intangíveis, a finalidade do estudo é provar a importância que os ativos intangíveis possuem no valor de uma empresa.

## 1.2. Objetivo e Âmbito da Investigação

O objetivo da presente dissertação consiste na adoção de um modelo para quantificar o valor dos ativos intangíveis, nomeadamente a avaliação financeira de marcas. Foi efetuado um levantamento da literatura académica específica sobre o campo de estudo das marcas e as suas características mais relevantes.

O objetivo e âmbito da investigação do presente trabalho divide-se em duas fases distintas, tal como se pode observar na seguinte *Figura 1*. Na primeira fase, o objetivo consiste na recolha e análise dos dados quantitativos e, de seguida, a elaboração da demonstração de fluxos de caixa previsionais. Na segunda fase, aplica-se a metodologia *Scorecard* da marca, de forma a obter o valor da mesma.

Figura 1 - As Fases Relacionadas com o Objetivo e Âmbito da Investigação



Fonte: Elaboração Própria

O presente trabalho para além de se dividir em duas fases, tal como se verifica na *Figura 1*, reparte-se o objetivo na mesma proporção, um de âmbito geral e outros mais específicos.

- ✓ Objetivo geral do trabalho parte da aplicação da metodologia do fluxo de caixa descontado, e com o auxílio da ferramenta *Scorecard* da marca, desenvolvida por Milone (2004), o qual permite a avaliação financeira da marca;
- ✓ Objetivos específicos consistem em identificar a importância que os ativos intangíveis exercem sobre os ativos tangíveis de uma empresa, e ao mesmo tempo identificar as vantagens e desvantagens da metodologia utilizada.

Copeland, Koller e Murrin (2000) descrevem os seguintes etapas relacionadas com a avaliação de empresas de acordo com esta metodologia: (1) analisar o desempenho histórico; (2) elaborar o fluxo de caixa previsional; (3) calcular o custo médio e ponderado do capital; (4) calcular o valor da perpetuidade; (5) interpretar os resultados.

A primeira etapa para a avaliação de uma empresa é analisar o seu desempenho histórico, neste caso, as variações nas rubricas da demonstração de fluxos de caixa (DFC). No entanto, uma rigorosa avaliação no desempenho da empresa no passado oferece uma perspectiva importante na elaboração de previsões com maior fiabilidade. A segunda etapa, consiste na elaboração da demonstração de fluxos de caixa previsional. A terceira etapa, consiste no cálculo do custo médio e ponderado do capital próprio, sendo este utilizado para descontar os fluxos de caixa futuros ao valor atual. Na quarta etapa calcula-se o valor da perpetuidade, a partir do fluxo de caixa do último período da projeção. Este período de projeção é de crescimento constante, utilizando-se geralmente o Modelo de Gordon, para encontrar a taxa de crescimento. O cálculo do valor da perpetuidade exclui a necessidade de cálculo dos fluxos de caixa de uma empresa por um período excessivamente longo. Finalmente, a quinta e última etapa do processo de avaliação envolve o cálculo do valor da empresa e sua interpretação.

### 1.3. Metodologia da Investigação

O trabalho de pesquisa permite ao investigador esclarecer as dúvidas, encontrar respostas e soluções que ajudam a alcançar objetivos e esclarecer os seus problemas de uma forma organizada. A elaboração de uma dissertação deve contribuir para a ampliação e aprofundamento do conhecimento do investigador. Para se obter resultados satisfatórios é necessário o emprego do método científico, que de acordo com Gil (1999:42), a pesquisa pode ser definida “como o processo formal e sistemático de desenvolvimento do método científico cujo objetivo fundamental (...) é descobrir respostas para problemas mediante a aplicação dos procedimentos científicos”.

Segundo Gil (1988), existe uma classificação para os diversos tipos de pesquisa. São estes: pesquisa exploratória, pesquisa descritiva e pesquisa explicativa/causal. A pesquisa exploratória, que consiste em efetuar o estudo de um tema ou problema pouco explorado, do qual se tem muitas dúvidas. O tipo de estudo descritivo especifica as características de um determinado fenómeno. Por último, o do tipo explicativo/causal, visa identificar os fatores que contribuem para a ocorrência dos fenómenos ou variáveis que afetam o processo, ou seja partir de um objeto de estudo, no qual se identificam as variáveis intervenientes do processo, bem como, a relação de dependência existente entre estas variáveis

O presente estudo possui características, de um estudo exploratório, por se propor, identificar os principais problemas da avaliação financeira de uma marca, a partir dos dados qualitativos e quantitativos, e num segundo momento a aplicação de uma metodologia de valorização dos ativos intangíveis, de modo a obter resposta à pesquisa efetuada, de maneira a que os objetivos sejam alcançados.

## 1.4. Organização Geral do Trabalho

A presente dissertação está dividida em duas partes centrais, a revisão da literatura e a parte empírica. Na primeira parte é realizada uma abordagem literária sobre os conceitos e modelos no qual, se baseia teoricamente a dissertação e que contribuíram para a elaboração da investigação. A segunda parte corresponde à parte mais prática da investigação, na qual são aplicados os modelos, estudos e ferramentas identificadas na primeira parte, mais concretamente a aplicação da metodologia *Scorecard* à “Galp Energia”.

Este trabalho divide-se em 6 capítulos, onde foram abordados os conteúdos da seguinte forma:

O capítulo I apresenta a introdução da dissertação, incluindo o enquadramento temático, o objetivo e âmbito da investigação, a metodologia da investigação e por último a organização do trabalho.

No capítulo II versa sobre a fundamentação teórica do trabalho, abordando os conceitos de marca e os seus benefícios, conceitos de ativos tangíveis e intangíveis.

No capítulo III apresenta-se a avaliação do valor da marca, através dos modelos de medição da marca.

No capítulo IV evidencia-se a metodologia da pesquisa, onde são identificados os indicadores que geram o valor da marca, com auxílio da ferramenta “*Scorecard* da Marca.”

No capítulo V apresenta-se os resultados do trabalho, incluindo a avaliação do valor da marca e da empresa.

O capítulo VI e último, expõe-se as conclusões finais do estudo, as suas principais limitações e por último as sugestões para investigações futuras.

## CAPÍTULO II – FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Após a introdução, no qual foram referenciados o enquadramento temático do estudo e o objetivo e âmbito da investigação da dissertação, o segundo capítulo evidência diversos conceitos, nos quais se destaca a marca e seus benefícios, goodwill, ativos tangíveis e intangíveis, seguido da explicação dos principais componentes de valor da empresa.

### 2.1.As Marcas

No início dos anos 90, os estudos relacionados com as marcas tiveram um crescimento significativo, quer a nível académico, quer a nível empírico. As marcas passaram a ser usadas para identificar a origem ou fabricante de um determinado produto, para além de permitirem também que o consumidor pudesse atribuir as devidas responsabilidades ao fabricante ou distribuidor. Assim, um produto idêntico passou a ser avaliado de forma completamente diferente, dependendo da forma como se estabeleceu a sua marca.

As marcas são reconhecidas por desenvolverem um papel valiosíssimo para as organizações, pois além de ajudarem a controlar o stock, fornecem à empresa proteção jurídica quanto aos recursos ou questões exclusivas do produto. O nome e logotipo de uma marca podem ser protegidos por marca registada e os processos de fabrico através de patentes.

No entanto, recorrendo a uma entidade responsável pelo registo das marcas em Portugal, encontra-se a definição elaborada pelo Instituto Nacional da Propriedade Industrial (INPI), que define “uma marca como um sinal ou conjunto de sinais susceptíveis de representação gráfica, nomeadamente palavras, incluindo nomes de pessoas, desenhos, letras, números, sons, a forma do produto ou da respetiva embalagem, desde que sejam adequados a distinguir os produtos ou serviços de uma empresa dos de outras empresas”.

Keller (2003), considera a marca como um produto ou serviço, mas essencialmente um produto que adiciona outras dimensões que o diferenciam, de alguma maneira, de outros produtos criados para satisfazer a mesma necessidade, podendo tais diferenças, ser racionais ou tangíveis (relacionadas com o desempenho do

produto da marca, ou mais simbólicas, emocionais ou intangíveis, relacionadas com o que a marca representa).

Para Aaker (1991), a marca é um nome ou símbolo distintivo (como um logótipo, marca registada ou desenho de embalagem) que serve para identificar os produtos ou serviços de um fabricante ou grupo de fabricantes e para os diferenciar da concorrência. O autor ainda acrescenta que um produto é aquilo que é produzido numa fábrica e uma marca é algo que é comprado pelo consumidor. Sendo que um produto pode desaparecer, perdendo o seu valor, mas no caso da marca ela nunca desaparece, sendo considerada eterna.

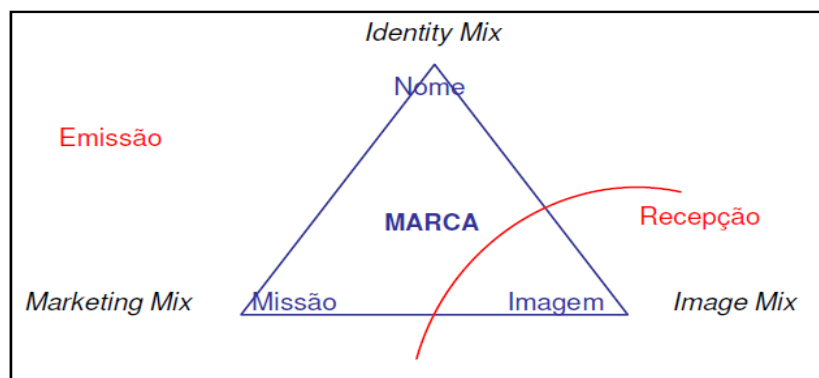
A nível geral nos estudos académicos relacionados acerca das marcas a definição proposta por Aaker (1991) é a mais adotada. Da análise efetuada a diversas definições, podemos sintetizar a marca como um ativo intangível da empresa. Assim as marcas tornam-se num elemento de grande importância nas organizações. Para Aaker (1991) existem três regras essenciais na gestão das marcas:

- ✓ Compreender o mercado alvo;
- ✓ Perceber qual a importância que a marca tem para a empresa;
- ✓ Possuir um *portfólio* da marca que englobe a estratégia da empresa, nomeadamente a sua estratégia *corporate*.

Ainda de acordo com o autor, este considera que as marcas fortes são as que conseguem manter a sua consistência ao longo dos anos. Para Keller (2003), as marcas fortes são as que os consumidores defendem como as melhores, e que simultaneamente compartilham informações positivas acerca delas.

A marca, segundo Lencastre e Pedro (2000), é um conjunto de sinais de uma missão e respetivas ações de marketing, fornecidas por uma pessoa física ou jurídica, visando assim obter uma imagem junto do mercado alvo e de forma diferenciada da concorrência. A proposta dos autores encontra-se ilustrada na *Figura 2*, onde se identificam os três pilares da marca.

Figura 2 - O Triângulo da Marca



Fonte: Adaptado por Lencastre e Pedro (2000)

Desde logo, destacam-se as duas funções importantes representadas na *Figura 2* como as funções de emissão e recepção, no qual a primeira corresponde à empresa e a segunda ao mercado. A função emissão é composta pelo *marketing mix* e pelo *identity mix*, sendo o primeiro constituído por um conjunto de variáveis controláveis pela empresa, as quais podem ser utilizadas de forma a influenciar a resposta do consumidor. No caso do *identity mix*, este é o garante da existência da própria marca, com o objetivo de identificar e diferenciar um determinado produto/serviço das demais marcas. Desta forma, os sinais básicos associados a uma marca são o nome, logótipo, slogan e design, entre outros. O *image mix* representa o resultado dos dois pilares anteriores, sendo a verdadeira imagem que a marca transmite aos consumidores. Aquela imagem é constituída pelas perceções dos consumidores relativamente à diferenciação da marca. Assim, surgem diversas atitudes e comportamentos desejados pela marca, tais como a notoriedade, preferência, a adesão e a fidelidade.

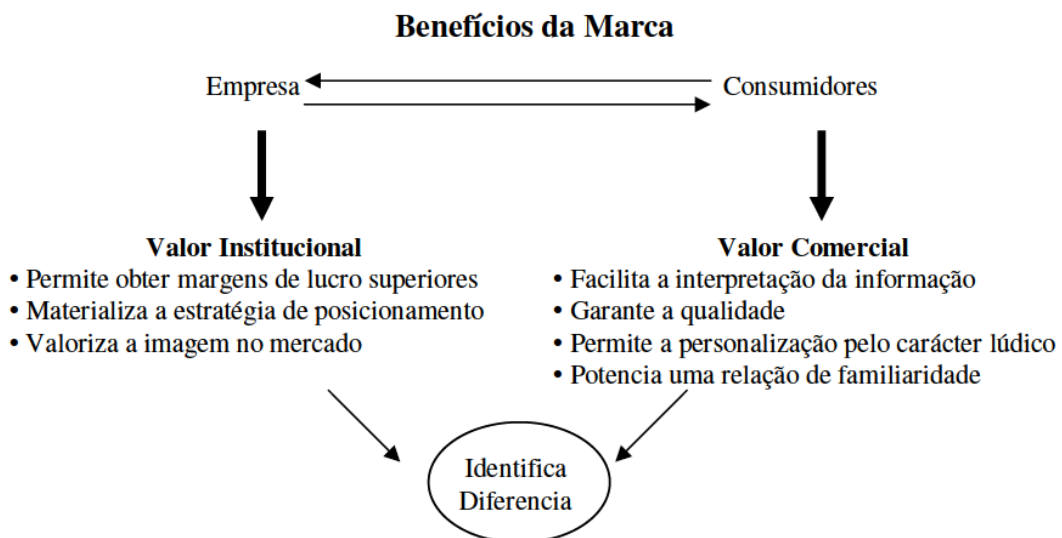
A importância dos pilares da marca pode ser avaliada pela ligação e consistência entre eles, formando uma só mensagem coerente, pois a marca não é primeiro construída e depois percebida pelos consumidores. Na verdade, a cada passo do processo de criação da marca, cada mensagem transmitida é percebida individualmente pelos consumidores, que posteriormente criam a marca à medida das suas próprias interpretações. No entanto, o objetivo das empresas consiste na construção de marcas fortes e capazes de gerar valor adicionado para as mesmas.

Contudo, a marca “Galp Energia” sobre a qual incide este trabalho, procura melhorar a sua gestão em relação à imagem de marca, mas também posicionar-se como uma empresa forte, inovadora no seu ramo de negócio e que investe em investigação e em desenvolvimento, preocupando-se igualmente com o bem-estar social dos seus clientes e com a sustentabilidade ecológica do mundo, e, ao mesmo tempo, diferenciar-se dos seus principais concorrentes.

## 2.2.Os Benefícios da Marca

Antes de identificar quais os verdadeiros benefícios associados a uma marca, é necessário referir quais os grupos beneficiados. Analisando mais concretamente, podem ser identificados dois grupos: a empresa e os consumidores. Sendo a empresa composta por dirigentes, acionistas e colaboradores, todos trabalham para a obtenção de bons resultados da marca e, por isso, valorizam os fatores relacionados com a instituição. Os consumidores possuem uma ligação direta com a empresa e valorizam os fatores de nível comercial.

Figura 3 - Os Benefícios da Marca



Fonte: Elaboração Própria

A marca, como instrumento legal, cumpre dois tipos de funções: a de identificar o alvo, e a de se diferenciar dos seus principais concorrentes. Porém, importa referenciar quais as vantagens que uma marca traz para a empresa, sendo este o principal objetivo destes trabalhos. De acordo com Kerin e Sethuraman (1998), a possibilidade de criação de valor da marca é reconhecida pelos consumidores, mas também pelos acionistas, dado que permite à empresa a obtenção de margens de lucro superiores. Ainda para os gestores, a marca facilita a adoção de uma estratégia de posicionamento diferenciada, que ao mesmo tempo constitui um suporte de crescimento e inovação.

Contudo, a marca possibilita uma maior fidelidade, de acordo com Lencastre e Pedro (2000:43), o qual se traduz na continuidade de um comportamento através do número de compras repetidas ao longo do tempo, muito embora esta fidelidade possa resultar frequentemente de fatores como promoções, hábitos, inércia à mudança em vez de resultar de uma ligação cognitiva e afetiva. Assim, torna-se necessário que a empresa vá adotando medidas que permitam preservar a fidelidade dos consumidores para com a marca selecionada.

Conclui-se, deste modo, que as marcas, para além de representarem ativos extremamente valiosos para as empresas, possuem também a capacidade de influenciar o comportamento dos consumidores, assegurando seguramente rendimentos futuros para as respetivas empresas.

### 2.3. Ativos Tangíveis

Os ativos podem ser definidos por qualquer bem ou direito na posse de um determinado sujeito económico e que, nesse contexto, constitui parte do seu património. O ativo, ao nível da contabilidade das empresas, apresenta-se como uma das partes do balanço. Na opinião Schmidt e Santos (2002), os ativos são recursos que se encontram na posse da empresa, com a capacidade de gerar fluxos de caixa futuros. Já Hendriksen e Breda (1999), referem que os ativos são potenciais fluxos de serviços, ou direitos a benefícios futuros controlados pela entidade, sendo por vezes utilizados para produzir bens e serviços, consoante as necessidades dos clientes.

Uma característica fundamental dos ativos é a sua capacidade de prestar serviços futuros à entidade que os controla, de uma forma individual ou conjunta, com outros ativos e fatores de produção, capazes de se transformar, direta ou indiretamente, em fluxos líquidos de caixa. Assim, pode ser considerado um ativo todo o elemento, com ou sem natureza física, que seja controlado pela empresa e que proporcione a possibilidade de obtenção de fluxos de caixa. Tal como afirma Schmidt e Santos (2002:12), “os ativos caracterizam-se como agentes controlados por uma entidade que geram benefícios presentes ou futuros”. Os ativos podem ter forma física, ou seja palpável, sendo neste caso designados por ativos tangíveis. Contudo, esta não é uma característica que possa definir um ativo, pois existe ativos intangíveis, que não

possuem forma física, como por exemplo as marcas, no qual, geram benefícios económicos futuros para a empresa.

Também Damodaran (2004), numa ótica económico-financeira, define ativo como qualquer recurso que tem potencial de gerar fluxos de caixa futuros positivos ou de reduzir fluxos de saída de caixa futuros.

O Sistema de Normalização Contabilística (SNC) entrou em vigor a 1 de Janeiro 2010, através do Decreto-Lei nº 158/2009, que veio substituir o Plano Oficial de Contabilidade (POC) que se encontrava em vigor desde 1977. O SNC é constituído por um conjunto de Normas Contabilísticas de Relato Financeiro (NCRF) e de Normas Interpretativas (NI), que visam substituir o POC, Diretrizes Contabilísticas e Decretos de Lei, que regulam a contabilidade em Portugal. É uma aproximação às Normas Internacionais de Contabilidade (NIC), emitidas pelo *International Accounting Standards Boards* (IASB), e tem como objetivo principal a convergência internacional.

A norma que trata os ativos tangíveis é a NCRF 7, que tem como finalidade o tratamento contabilístico, tais como o reconhecimento, mensuração, apresentação e divulgação. Rodrigues (2010:156), considera “ativos tangíveis os itens detidos para uso na produção ou fornecimento de bens ou serviços, para arrendamento a outros ou para afins administrativos e que se espera que sejam usados durante mais que um período”. O ativo fixo tangível somente é reconhecido, se cumprir os requisitos, como por exemplo: a possibilidade de que fluam benefícios económicos futuros para a entidade e que o custo do item possa ser avaliado de uma forma credível.

## 2.4. Ativos Intangíveis

Os ativos intangíveis são aqueles que não podem ser tocados ou vistos, porque não possuem substância física, mas que traduzem um potencial de retorno futuro para as entidades. Para Schmidt e Santos (2002), referem a importância do conhecimento da origem da palavra intangível, a qual provém do latim *in-tangibile* e, pelo prefixo de negação *in*, que se contrapõe a *tangibile*, “que pode ser tocado, palpável”, adjetivo criado a partir do verbo *tango*, *tangere*, “tocar em”, portanto como, já foi referido estes ativos não possuem existência física.

Estes também não se encontram refletidos nas demonstrações financeiras, mas transformam-se em benefícios quando estão associados a alguma atividade ou ação da entidade. Por exemplo, a capacidade de uma marca alavancar as vendas de um novo produto, demonstra o uso do ativo intangível, na obtenção de benefícios.

Os investimentos em ativos intangíveis são tratados contabilisticamente como despesas operacionais, nos quais estão inseridos os gastos de investigação e desenvolvimento (I&D), podendo originar um impacto positivo nos resultados das empresas.

De acordo com o SNC, mais especificamente a NCRF 6, identifica com clareza os ativos intangíveis e o seu tratamento, o que se revela de extrema utilidade, dado que, esta é uma matéria de grandes diferenças face ao anterior normativo português e os intangíveis têm-se vindo a assumir como fator decisivo na criação de valor.

Segundo Reilly (1996), apresenta uma visão mais ampla acerca dos diversos componentes de um negócio, no qual se destacam os intangíveis. Porém, numa perspetiva de avaliação económico-financeira, os ativos intangíveis devem possuir um conjunto de características próprias inseridas no normativo contabilístico:

- ✓ Devem estar sujeito a uma fácil identificação e descrição;
- ✓ Devem possuir existência e proteção legal;
- ✓ Devem estar associados ao direito legal de propriedade privada, devendo a mesma ser legalmente transferível, mas também judicialmente reclamada;
- ✓ Deve existir uma evidência tangível da sua existência;
- ✓ Deve ter sido criada ou manifestada a sua existência em determinado momento identificável;
- ✓ Deve ter associado a possibilidade de ser destruído ou terminada a sua existência num determinado momento.

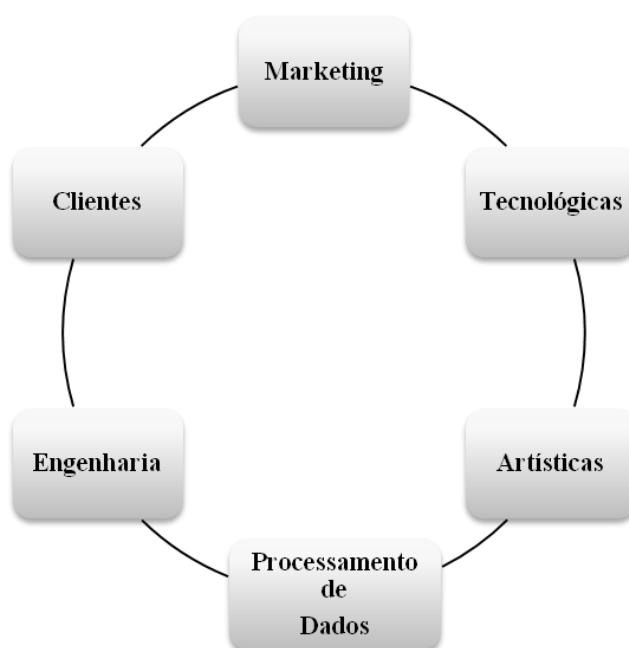
O autor ainda refere outros fatores relacionados com a avaliação económico-financeira dos ativos intangíveis, tais como:

- ✓ Devem produzir uma determinada quantidade mensurável de benefícios económicos, para o detentor dos seus direitos, seja através de um aumento nas receitas ou na diminuição de custos;
- ✓ Devem aumentar o valor de outros ativos aos quais se associam.

Como se pode verificar, no estudo de Lopes (2013), os ativos intangíveis são considerados a base para a capacidade de inovação de uma organização e, por isso, são responsáveis pelos benefícios económicos futuros da mesma.

Os ativos intangíveis podem ser descritos através de diversas categorias, tal como evidência o estudo de Reilly e Schweih (1999), apesar de todas as categorias, referidas na literatura provirem dos normativos contabilísticos nacional e internacional. A *Figura 4* ilustra as diversas categorias de intangíveis com base no estudo citado no parágrafo anterior.

Figura 4 - Categorias de Ativos Intangíveis



Fonte: Adaptado de Reilly e Schweih (1999)

Sveiby (1997) na descrição do conceito de empresa baseado no conhecimento, apresenta uma taxonomia para os ativos intangíveis, no qual identifica três grupos distintos: estrutura externa, estrutura interna e competência dos funcionários. Para o autor, é impossível criar uma empresa sem pessoas que embora não sendo propriedade da mesma, os empregados e seus conhecimentos devem ser considerados ativos, face ao fato da competência dos empregados, incluir a capacidade de agir em uma ampla variedade de situações para criar tanto ativos tangíveis como intangíveis. A estrutura interna é formada por patentes, conceitos, modelos, sistemas de computação e sistemas administrativos. Sveiby (1997) também inclui nesta categoria o espírito e a cultura organizacional. A estrutura externa é composta nomeadamente pela marca e pela relação entre clientes e fornecedores.

O autor afirma ainda que o valor da empresa é composto pela soma dos ativos invisíveis e visíveis, tal como ilustra a *Tabela 1*:

Tabela 1 - Taxonomia dos Ativos Intangíveis

<b>Ativos Visíveis</b> (valor contabilístico)	<b>Ativos Intangíveis</b> (preço premium da ação)		
	<b>Estrutura Externa</b>	<b>Estrutura Interna</b>	<b>Competência dos Funcionários</b>
Ativo tangível menos dívida visível	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Marcas;</li> <li>• Relacionamento com clientes;</li> <li>• Relacionamento com fornecedores.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Organização;</li> <li>• Administração;</li> <li>• Estrutura jurídica;</li> <li>• Sistemas manuais;</li> <li>• Atitudes;</li> <li>• Investigação e Desenvolvimento;</li> <li>• Software.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Educação;</li> <li>• Experiência.</li> </ul>

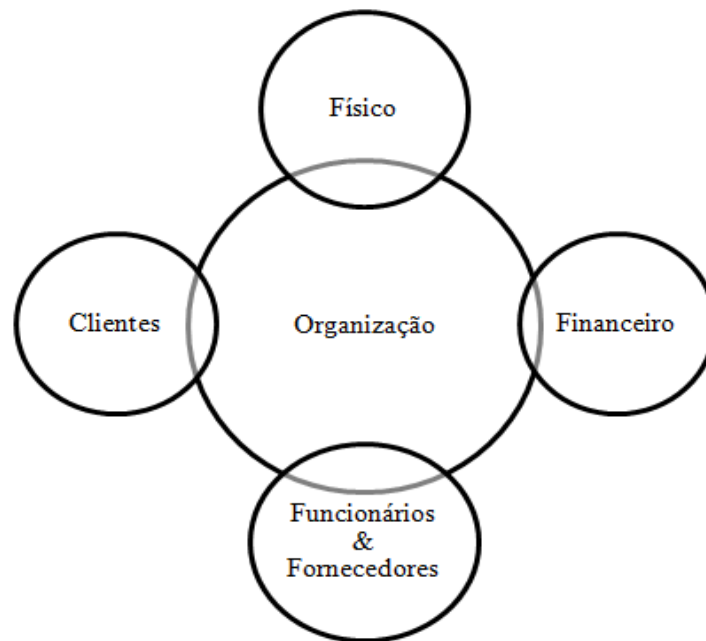
Fonte: Adaptado de Sveiby (1997)

Alguns autores como Boulton, Libert e Samek (2000) através das suas pesquisas, apresentam uma taxonomia na qual identificam as diversas dimensões, que geram mais valor para as empresas, tal como ilustra a *Figura 5*.

As dimensões financeiras e físicas são compostas por ativos tangíveis, enquanto as restantes dimensões como os clientes, funcionários/fornecedores e organização estão associadas à categoria dos ativos intangíveis.

Barbosa e Gomes (2002), ao analisar o impacto que os ativos intangíveis, num grupo de três empresas, propôs a seguinte classificação no final do seu estudo: (i) conhecimento dos funcionários; (ii) processos facilitadores de conhecimento; (iii) relacionamento com agentes de mercado; e, (iv) grande capacidade em investigação e desenvolvimento. A proposta que Kayo (2002) elaborou é muito semelhante à anterior, a qual consiste em agrupar os ativos intangíveis em quatro grupos: ativos Humanos (empregados e administradores); ativos de inovação (investigação e desenvolvimento); ativos estruturais (bases de dados); e ativos de relacionamento (marcas e direitos de autor).

Figura 5 - Modelo da Dinâmica do Valor – Ativos mais Significativos



Fonte: Adaptado Boulton, Libert e Samek (2000)

Apesar da categorização utilizada, entende-se que existe uma certa quantidade de ativos intangíveis que influenciam o desempenho das empresas, sendo a marca o principal ativo intangível e responsável pela construção de valor nas empresas. Independentemente das diversas categorias atrás referidas, entende-se que existe uma grande quantidade destes ativos, que de um certo modo influenciam a performance das empresas.

A gestão dos recursos intangíveis, nas empresas, tem constituído nos últimos anos um dos principais desafios para os investigadores, em particular para os da contabilidade. Como refere Lopes (2013:110), “a maior parte destes recursos não constam nos relatos financeiros, mas representam na verdade uma parcela importante no valor de mercado das empresas, no qual está alicerçado num conjunto de relações e privilégios, legalmente protegidos ou não. Esta panóplia de recursos tem sido enquadrada sob as mais diversas perspetivas, das quais particularizamos as referências aos recursos do conhecimento e ao capital intelectual”.

Contudo, o desenvolvimento económico-financeiro em torno dos intangíveis, encontra-se focado na procura de medidas que permitam quantificar esses recursos nas empresas.

## 2.5. Goodwill

Ainda inserido na temática dos ativos intangíveis, o *goodwill* é considerado por muitos autores o ativo mais intangível dos intangíveis na contabilidade. Um ativo intangível é tratado como um ativo identificável. Logo, pode dizer-se que o *goodwill* é um exemplo de um ativo intangível não identificável, ou seja, não pode ser separado da entidade. Porém, o conceito de goodwill é ainda uma temática por explorar na literatura financeira.

De acordo com Domingos Ferreira (2002:108), “o conceito de goodwill é um dos mais controversos na economia da empresa desenvolvendo cada um dos autores a sua própria definição. Embora as definições apresentadas apresentem áreas comuns, também apresentam diferenças notáveis. O que parece resultar claro das definições é que o goodwill corresponde ao excedente do valor total da empresa sobre o valor substancial e tem subjacente a potencialidade de ganhos que crescem ao valor do património no ato de avaliação de uma empresa. Está associado a elementos intangíveis específicos da empresa, que não são visíveis no balanço”.

Neves (2007), também se manifestou acerca desta temática, considerando que existem diversos fatores que contribuem para o *goodwill* das empresas, entre os quais, a carteira de clientes, a detenção de patentes, marcas (caso não sejam compradas), a localização, o prestígio, a capacidade de administração, a qualidade dos recursos humanos, a quota de mercado, as alianças estratégicas, enfim, uma infinidade de fatores que seria impossível enumerá-los a todos. Pode concluir-se que, apesar de não aparecerem discriminados no balanço das empresas, torna-se óbvia a sua importância na avaliação, dado que podem traduzir uma vantagem competitiva significativa para o valor das mesmas.

Segundo Marion (2005:7), o *goodwill* pode ser classificado em duas vertentes, como o objetivo e o subjetivo. O *goodwill* objetivo é a diferença entre o valor pago na aquisição da empresa e o valor dos ativos e passivos adquiridos. O *goodwill* subjetivo consiste na diferença entre o valor presente dos fluxos futuros de caixa menos o valor de mercado dos ativos e passivos. O *goodwill* objetivo é aquele que, através de uma transação, foi adquirido, sendo reconhecido como o valor pago a mais, que é superior ao valor de mercado.

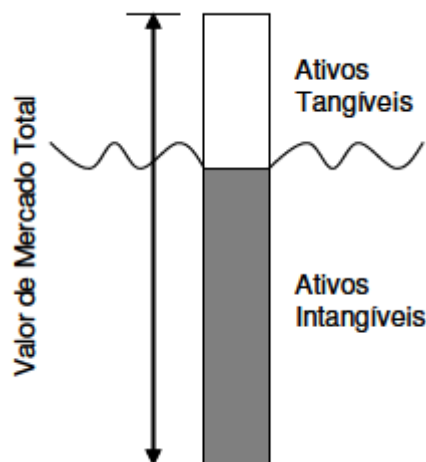
O *goodwill* subjetivo é criado internamente pela entidade, ou seja, não possui um valor definido pelo mercado, para isso, sua avaliação depende de projeções do fluxo de caixa. Segundo Santos et al (2007:209), “existem algumas dificuldades ao nível da projeção do lucro ou do fluxo de caixa futuro; dificuldades encontradas na definição da taxa a ser utilizada; problemas relacionados com a definição do horizonte”. Esses problemas são originados devido a ajustes arbitrários, ou seja, não são estipulados pelas leis e normalmente baseados em evidências não comprovadas. Apesar de existirem diversos métodos de avaliação, o que será adotado é o do *goodwill* subjetivo, através da elaboração do fluxo de caixa descontado.

Podemos concluir que os modelos baseados no *goodwill*, adotam uma abordagem mista, em que avaliam os ativos de uma empresa e por outro lado, procuram quantificar o valor que a empresa poderá obter no futuro, através da avaliação dos bens intangíveis, mais propriamente as marcas.

## 2.6.As Componentes do Valor da Empresa

A empresa é composta por ativos sendo estes a sua principal fonte de valor como foi referido anteriormente. Para que se possam analisar os ativos da empresa, de uma forma individual, é necessário decompor o valor dos seus componentes. No ponto de vista Stewart (2001), o valor de mercado total consiste no somatório dos ativos da empresa, quer sejam, tangíveis ou intangíveis, tal como é evidenciado na *Figura 6*.

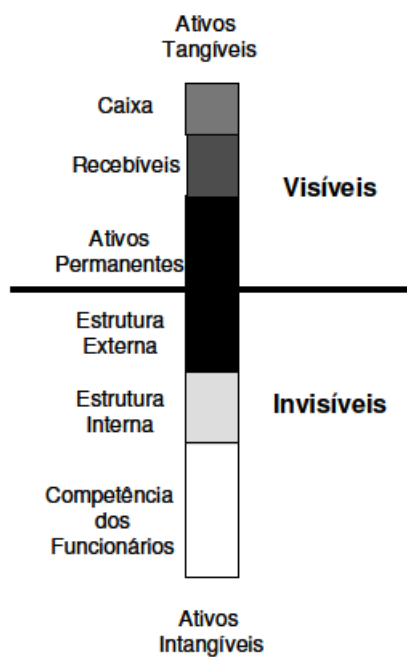
Figura 6 - Valor Económico



Fonte: Stewart (2001:13)

A abordagem de Sveiby (1997) é muito semelhante à representada na *Figura 6*, afirmando que, o valor da empresa é composto pela soma dos ativos visíveis (valor contabilístico da empresa) e os ativos invisíveis (composta pela estrutura externa, estrutura interna e competência dos funcionários). O balanço de uma empresa é desta forma representado, de acordo com a *Figura 7*.

Figura 7 - Balanço Patrimonial de uma Empresa



Fonte: Adaptado de Sveiby (1997:11)

O valor total de mercado de uma empresa pode ser expresso matematicamente através do somatório dos ativos da empresa, tal como se apresenta na fórmula seguinte:

$$VM = VAT + VAI \quad (1)$$

Onde:

VM = Valor de mercado total;

VAT = Valor dos ativos tangíveis;

VAI = Valor dos ativos intangíveis.

A medida alternativa para se apurar o valor de uma empresa foi proposto por Stewart (1999), ao descrever o método do *Market Value Added* (MVA). Segundo o autor, o valor de uma empresa é constituído pelo somatório do capital investido acrescido do MVA. Assim, o capital investido representa o valor dos ativos intangíveis, dado que o MVA, representa uma *proxy* do valor gerado pelos ativos intangíveis, podendo o MVA ser calculado através da fórmula seguinte:

$$MVA = VM - CI \quad (2)$$

Onde:

VM = Valor de mercado da empresa;

CI = Capital investido.

Outros autores como Kayo (2002), afirmam que o valor do MVA dever ser a somatório dos diversos ativos intangíveis que constituem a empresa. Na opinião de Frezatti (1999), a decomposição da equação do MVA permite uma maior precisão nos cálculos, mas também maior fiabilidade nos valores obtidos. As propostas dos autores traduzem-se, na seguinte fórmula:

$$MVA = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_{Ht}}{(1+k_H)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_{It}}{(1+k_I)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_{Et}}{(1+k_E)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_{Rt}}{(1+k_R)^t} \quad (3)$$

Onde:

MVA = Valor acrescentado pelo mercado ou valor dos intangíveis;

EVA Ht = Valor económico acrescentado pelos ativos humanos;

EVA It = Valor económico acrescentado pelos ativos de inovação;

EVA Et = Valor económico acrescentado pelos ativos estruturais;

EVA Rt = Valor económico acrescentado pelos ativos de relacionamento;

KH = Custo médio ponderado do capital dos ativos humanos;

KI = Custo médio ponderado do capital dos ativos de inovação;

KE = Custo médio ponderado do capital dos ativos estruturais;

KR = Custo médio ponderado do capital dos ativos de relacionamento.

Os ativos intangíveis podem ser representados por diferentes taxonomias, os quais são responsáveis pelo valor gerado nas empresas, partindo da premissa de que o MVA corresponde ao valor dos ativos intangíveis. Contudo, pode afirmar-se, com base no estudo de Kayo (2002), que a alternativa de cálculo pode ser representada através da fórmula seguinte:

$$V_{IN} = V_M + (V_{IN1} + V_{IN2} + V_{IN3} + \dots + V_{INn}) \quad (4)$$

Onde:

VIN = Valor total dos ativos intangíveis;

VM = Valor do ativo intangível marca;

VIN1.n = Valor dos restantes ativos intangíveis.

O objetivo do estudo consiste em isolar o valor da marca dos restantes ativos intangíveis da empresa, através de uma forma mais resumida, tal como se, evidência de seguida:

$$V_M = V_{IN} - \sum_{1 \rightarrow n}^{\infty} V_{INn} \quad (5)$$

O valor da marca pode ser obtido através da aplicação da *Equação 5*, na qual se executa a subtração do valor dos restantes ativos intangíveis ( $V_{INn}$ ) do valor total dos ativos intangíveis ( $V_{IN}$ ).

Damodaran (1997), durante o seu estudo, sublinha que, o valor da empresa pode ser obtido através da aplicação da metodologia dos fluxos de caixa descontados. Contudo, o autor procura identificar os ativos que constituem o valor da empresa, sejam eles tangíveis ou intangíveis.

## CAPÍTULO III – AVALIAÇÃO DO VALOR DA MARCA

O presente capítulo aborda a importância do valor da marca como ao longo dos últimos anos, sendo um tema importante para os analistas financeiros, para quem a determinação do valor de uma marca é um ativo fundamental no valor de uma empresa. De seguida é evidenciado o valor das marcas através de duas perspectivas, a financeira e a do consumidor.

### 3.1.O Valor da Marca

O valor da marca na linguagem anglo-saxónica é designado por *brand equity*, podendo ser o fator crucial no sucesso das organizações, na medida em que é considerado uma fonte de futuros rendimentos para as mesmas. A avaliação da marca numa perspectiva financeira, de acordo com Stobart (1994), deve ter início na análise da força da marca, na medida em que este indicador vai estabelecer qual a taxa de desconto e de capitalização a adotar sobre os fluxos de caixa por ela gerados. Para avaliar a força da marca é necessário ter em consideração alguns fatores como: a liderança, idade, mercado, distribuição, tendências, investimentos e proteção da marca.

Quando se analisa o valor da marca, verifica-se que determinados autores destacam-no mais numa perspectiva financeira, como no caso de Stobart (1994); Contudo, outros abordam este conceito mais numa ótica do valor diferencial, que a marca da empresa permite oferecer aos seus consumidores (Aaker 1991; Kapferer 2003 e Keller 1993), como se pode comprovar ao longo trabalho. Uma marca forte fornece uma maior garantia ao nível da estabilidade dos rendimentos futuros da mesma. Mas, uma correta avaliação da força daquela requer uma análise detalhada de cada uma e do seu posicionamento, do mercado em que opera, da concorrência, da performance, das estratégias futuras e dos riscos da marca. A força da marca deve ser vista como uma ponderação de alguns fatores, tais como liderança, idade, mercado, distribuição, tendências, investimentos e proteção da mesma. O valor da marca decorre da sua capacidade de se tornar algo com significado e único junto dos consumidores. Este valor pode estar baseado em atributos tangíveis e intangíveis.

Contudo, é ao longo do tempo que uma marca vai adquirindo significado junto dos seus consumidores, e é deste modo, que os elementos da mesma vão passar a ser reconhecidos e a ser alvo de associações que os diferem dos concorrentes.

O estudo de Aaker (1991), no que respeita ao conceito do valor da marca, define um conjunto de ativos e passivos ligados à marca, ao seu nome e símbolo, que adicionam ou subtraem valor ao produto ou serviço. Estes ativos podem ser agrupados em quatro dimensões, como consta no seu modelo de medição, representado e descrito no ponto 3.2. Ainda em relação a este estudo, é necessário referir que a marca gera valor, quer para os consumidores, quer para as organizações. Ao nível dos consumidores, o valor da marca está associado ao facto de permitir maior facilidade em interpretar, processar e armazenar toda a informação que os consumidores adquirem acerca dos diferentes produtos e marcas, dado que a marca intervém em todo o processo de decisão do consumidor. A nível financeiro, tal como refere, Simon e Sullivan (1993) o valor da marca contribui para um aumento dos fluxos de caixa das empresas.

Segundo o estudo de Keller (2003), o valor da marca possui duas bases fundamentais: objetiva e subjetiva. A base objetiva reflete a habilidade da marca de satisfazer as necessidades e desejos funcionais dos consumidores. No caso da base subjetiva, consiste na satisfação das necessidades sociais e estímulos cognitivos ou sensoriais, bem como os aspetos intangíveis, emotivos e extrínsecos da marca.

Analisando mais detalhadamente o conceito proposto por Aaker (1991) e o modelo de Keller (1993), verifica-se que ambas as perspetivas convergem para a psicologia cognitiva do consumidor, tendo em conta que ambas se concentram nas associações do consumidor à marca.

Embora tenham surgido inúmeras definições, a maioria dos autores concordam que o valor das marcas pode ser definido em duas perspetivas, a financeira e a do consumidor.

A perspetiva financeira caracteriza-se pelo termo “*Brand Valuation*”, que de acordo com a empresa de consultadoria *Interbrand*, significa o processo de identificação e avaliação dos benefícios económicos, do valor da marca. Na visão de Barwise (1990), o valor da marca, deverá estar presente nas demonstrações financeiras da empresas, de forma a completar informações contabilísticas, e ao mesmo tempo, torná-las mais realistas.

A perspetiva financeira é defendida pelos seguintes autores:

- ✓ Simon (1993), “*Cash-flow adicional obtido pela empresa devido ao seu investimento na marca*”;
- ✓ Guillaume (1998), “*Cash flow incremental resultante do facto do objeto de comercialização ser um produto com marca e não um produto sem marca*”.

Por último a perspetiva do consumidor, resulta da consciência de uma marca, o que leva ao reconhecimento da marca e a uma atitude positiva perante esta, resultando em lealdade à marca. Outros autores, por sua vez, definiram o valor da marca numa perspetiva mais virada para o consumidor:

- ✓ Axelrod (1992), “*Quantia adicional que o consumidor está disposto a pagar para obter um produto com marca, em vez de um produto fisicamente comparável mas sem marca*”;
- ✓ Swait (1993), “*Equivalente monetário da utilidade total que o consumidor associa a uma marca*”.

Srivastava e Shocker (1991:94-124), em alternativa, definem o valor da marca como “um conjunto de associações e comportamentos por parte dos clientes, distribuidores e empresa-mãe de uma marca, que permite a esta última obter maior volume de vendas ou maiores margens do que seria possível sem o nome da marca, assim como uma mais forte e sustentada vantagem diferencial”. O valor da marca também pode ser perspetivado como um passivo, na medida em que algumas das associações negativas, por exemplo a qualidade percebida do produto é inferior à esperada, o que irá prejudicar o esforço de marketing desenvolvido pela empresa.

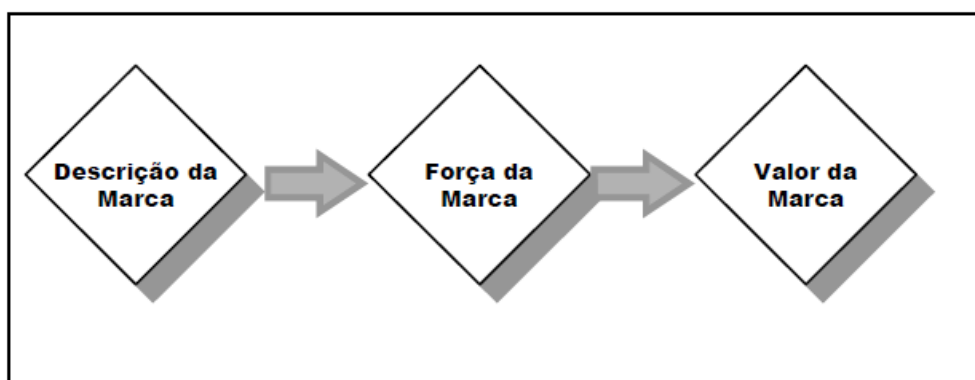
Segundo Feldwick (1996:95), procura-se explicar o conceito de valor da marca através de uma tipologia tripartida, compreendido como:

- ✓ O valor total da marca como um ativo independente, quando é vendido ou incluído no balanço. Este conceito é designado por *brand valuation*;

- ✓ Uma medida da força da ligação do consumidor à marca, designada através do conceito de *brand strenght*, no qual inclui dimensões como a notoriedade, estima, qualidade percebida e a lealdade;
- ✓ Uma descrição de associações e crenças detidas pelo consumidor perante a marca, integrada no conceito de imagem, no qual se designa por *brand description*.

As dimensões acerca da força da marca e a descrição da mesma encontram-se inseridas no conceito de seu valor para o consumidor, com o intuito de estabelecer a distinção relativamente à primeira dimensão anteriormente referida. Os conceitos referidos têm significados diferentes, embora possa existir ligação entre eles, como se pode verificar na *Figura 8*.

Figura 8 - As Três Dimensões da Marca



Fonte: Feldwick (1996:96)

Feldwick (1996:96), desvaloriza o pressuposto evidenciado que, se existir, uma relação entre as três dimensões for fraca, ou seja, a força da marca (*brand strenght*), não consiste num forte determinante do valor da mesma (*brand valuation*) e, por sua vez a sua força (*brand strenght*) é apenas ligeiramente afetada pela sua descrição (*brand description*). Neste sentido, o autor propõe que cada uma das dimensões deverá ser analisada de forma individual, por não se encontrar clarificada a existência, intensidade e natureza de uma relação operacional entres elas.

Para além do estudo de Feldwick (1996), o valor também pode ser apurado, através de dois tipos de avaliações, qualitativas e quantitativas. As avaliações qualitativas são suportadas por indicadores de preferência dos consumidores. Por sua

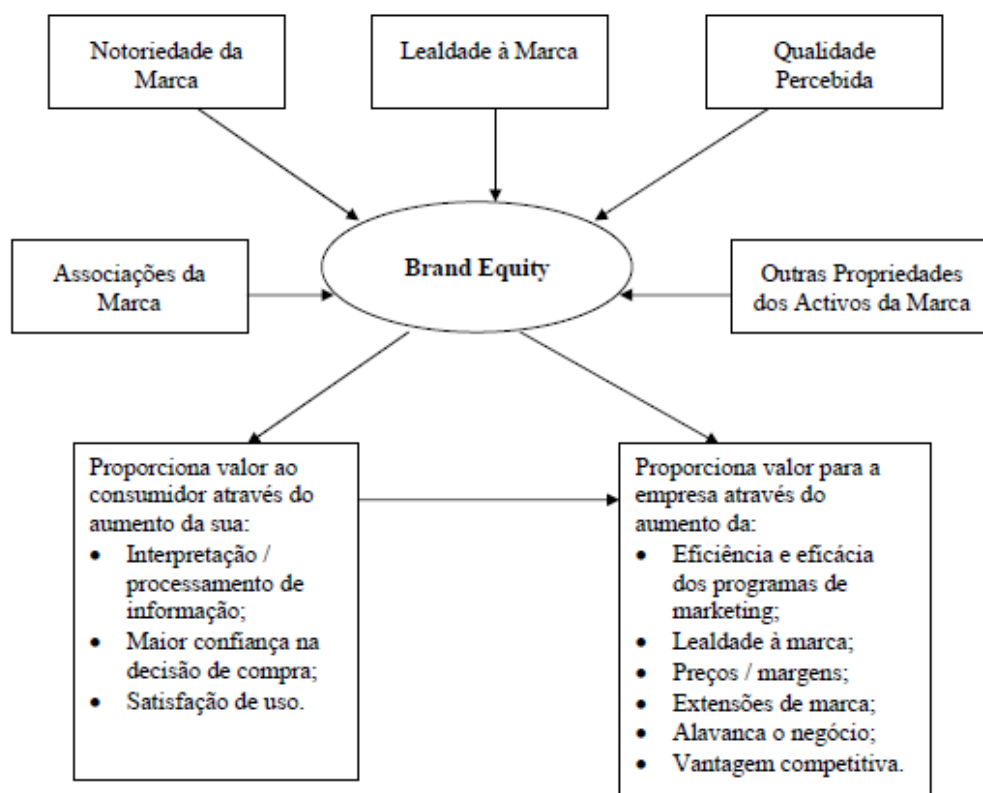
vez as avaliações quantitativas são feitas a nível financeiro, ou seja, permitem quantificar o seu valor através de indicadores relacionados com a atividade económico-financeira das empresas.

### 3.2. Modelos de Medição do Valor da Marca

#### 3.2.1. Modelo de Medição de Aaker

Aaker (1991) desenvolveu um modelo multidimensional, constituído por cinco elementos, que permite avaliar o valor de uma marca. O modelo, depois de desenvolvido foi testado por diversos autores, nomeadamente por Yoo et al (2000) e Atilgan et al (2005). A *Figura 9* representa os principais elementos que representam as fontes de valor para os consumidores e para as empresas.

Figura 9 - Modelo de medição do valor da marca de Aaker



Fonte: Adaptado de Aaker (1991)

O modelo de medição de Aaker (1991) mostra que o valor da marca providencia valor ao consumidor e à empresa. O resultado do valor para o consumidor resume-se nas seguintes situações: (1) os ativos do valor da marca podem ajudar o consumidor a interpretar, processar e armazenar uma quantidade enorme de informação sobre produtos e marcas; (2) os ativos podem também afetar a confiança do consumidor na decisão de compra; um consumidor estará mais confortável com a marca que usou pela última vez e que considerou ter uma alta qualidade, ou estará mais confortável por esta ser familiar e (3) os ativos do valor da marca, particularmente a qualidade percebida e as associações, podem aumentar a satisfação do consumidor enquanto utilizador do produto.

Os ativos da marca geram valor para a empresa no sentido de poder aumentar a eficiência e a eficácia das campanhas de marketing/publicidade. A notoriedade, a qualidade percebida e as associações, podem fortalecer os laços de lealdade, ao aumentar a satisfação do consumidor e providenciar razões para comprar o produto, mesmo quando esses ativos não são visíveis na escolha da marca, eles podem diminuir o incentivo de se experimentar as marcas concorrentes.

As cinco dimensões de Aaker (1991) encontram-se, devidamente resumidas nos pontos seguintes:

1. Lealdade;
2. Qualidade percebida;
3. Notoriedade;
4. Associações;
5. Outras propriedades dos ativos da marca.

#### 1 - Lealdade

Aaker (1991) define lealdade à marca como uma situação que reflete em que medida um cliente está disposto a mudar para a concorrência, especialmente quando a última procede a alterações a nível do preço ou nas características do produto. A lealdade pode ser também, explicada como um elo de ligação entre o consumidor e a marca; quanto maior a lealdade por parte do consumidor, mais força tem a marca.

Por outro lado, Keller (2003), define lealdade como um dos quatro pilares na construção de uma marca, que se designa por “ressonância da marca”, que se refere à

natureza da relação que o cliente tem com a marca e à medida que os clientes sentem que estão “em sintonia” com a mesma. Assim, os consumidores ligados a uma marca através da referida ressonância, possuem um elevado grau de lealdade para com aquela. De acordo com Keller (1998), uma marca tem valor quando os consumidores reagem de uma forma favorável ao produto, a partir do momento que a identificam.

A análise do valor da marca, na perspectiva do consumidor, baseia-se no impacto causado por ela no processo de decisão. Assim, quanto mais valiosa for a marca, mais elevado será o nível de lealdade do consumidor, pelo que se conclui, que o seu valor possui grande influência no processo de decisão de compra. Segundo Chaudhuri e Holbrook (2001), os consumidores estão dispostos a pagar mais por uma marca, porque percebem, que a mesma possui um valor único, e que nenhuma outra os pode satisfazer.

## 2 - Qualidade Percebida

A qualidade percebida pode ser definida como a percepção subjetiva do consumidor sobre a superioridade ou excelência global do produto ou serviço, em relação a alternativas conhecidas por ele no mercado. Uma elevada qualidade percebida significa que, ao longo da experiência com a marca, os consumidores a diferenciam e reconhecem a sua superioridade, o que os leva a optar por essa, em detrimento dos principais concorrentes, tal como afirmam Yoo et al (2000).

De uma forma semelhante, Monroe e Krishnan (1985), descrevem a qualidade percebida como a capacidade percebida de um produto deixar o consumidor satisfeito em comparação com outras alternativas. Aaker (1991) considera a qualidade percebida como um ativo intangível, responsável por gerar valor para a marca através de diferentes formas, como por exemplo, a razão de compra, a diferenciação/posicionamento, o preço *premium*, os intervenientes nos canais de distribuição e as extensões de marca. Destaca-se a diferenciação/posicionamento, como responsável em estabelecer uma posição forte em relação à concorrência.

Conclui-se que qualidade percebida está associada ao conceito de liderança e, desta forma, uma marca que se distinga como líder de mercado, é sinónimo de qualidade. Contudo, o seu posicionamento pode ser explicado através da implementação de inovações no mercado, com a finalidade de superar os concorrentes, atraindo o máximo de consumidores possíveis.

### 3 - Notoriedade

Segundo Aaker (1998), o conceito de notoriedade respeita à capacidade do consumidor em reconhecer e recordar uma marca como membro de uma certa categoria de produtos, no qual representa uma ligação entre a classe de um produto e a própria marca. De acordo com Keller (2003), a notoriedade de uma marca consiste no desempenho do reconhecimento da marca e na recordação espontânea que ela gera. O reconhecimento é a capacidade dos consumidores em confirmar que já estiveram expostos à marca, quando esta lhes era apresentada. A recordação espontânea refere-se à capacidade dos consumidores em recordarem-se da marca quando lhes são sugeridas a categoria do produto, as necessidades inerentes a essa categoria, ou uma situação de compra ou uso dessa categoria. De acordo com Keller (2003), a notoriedade é o desempenho do reconhecimento da marca e pode ser descrito em apenas três vantagens:

- ✓ Vantagens de Aprendizagem -As decisões tomadas pelos consumidores podem sofrer influências por parte da notoriedade da marca, assim sendo necessário em primeiro lugar, construir um valor de marca forte de modo a influenciar os consumidores;
- ✓ Vantagem da Consideração - O consumidor tem de pensar na marca do produto ou serviço antes de efetuar a compra, ou seja, antes de se consumir um produto ou serviço, é necessário verificarmos se as suas necessidades iriam ficar realmente satisfeitas;
- ✓ Vantagem da Escolha - A elevada notoriedade tem um impacto positivo no processo de escolha entre outras marcas existentes. Assim, alguns consumidores optam pelas marcas mais conhecidas.

#### 4 - Associações

As associações da marca são complexas e interligadas entre si, e consistem em múltiplas ideias, episódios, factos que estabelecem uma sólida consistência no conhecimento da marca, tal como afirma, Yoo et al (2000). Um conjunto de associações forte gera uma imagem de marca forte, tal como afirma Aaker (1991). Assim, para o autor, todos os tipos de associações evidenciadas, quando bem construídas, podem gerar valor para a marca de cinco formas diferentes: (1) Ajudam a processar/encontrar informação: as associações têm um forte poder para resumir um conjunto de factos e especificações, os quais, de outra forma, tornaria difícil para o consumidor processar e avaliar e, ao mesmo tempo, dispendioso para a empresa comunicar; (2) Diferenciação: as associações proporcionam uma importante base para a diferenciação, principalmente em produtos difíceis de distinguir em termos físicos. As associações, neste contexto, desempenham um papel crítico na separação de uma marca das restantes. Porém, uma marca bem posicionada num atributo chave dificulta o ataque dos seus concorrentes, dando vantagem competitiva à marca; (3) Razão de compra: os diferentes tipos de associações, quando bem conseguidos, envolvem atributos de produtos e benefícios para os consumidores, proporcionando razões específicas para a compra e uso da marca; (4) Criar atitudes/sentimentos positivos: algumas associações são apreciadas e estimulam sentimentos favoráveis que são transferidos para as marcas. A utilização de símbolos pode estimular sentimentos positivos associados à marca, atribuindo um papel importante à publicidade na criação dos sentimentos positivos associados à experiência de uso do produto; (5) Base para extensões: as associações podem proporcionar a base para extensões à marca, na medida em que se crie uma adequação entre o nome da marca e um novo produto, ou dando uma razão de compra para a extensão.

Segundo Keller (2003), as associações variam de acordo com as forças das suas ligações com a marca, sendo função, da quantidade, qualidade ou até a própria natureza do processamento de informação acerca da marca. Quanto um consumidor pensa nas características do produto e o relaciona com o conhecimento da marca, isto tudo contribuirá num resultado positivo por parte das associações da marca.

No entanto Aaker (1991: 109), “uma associação será tanto mais forte quanto mais se basear nas ligações dos consumidores com a marca e quanto mais forem suportadas por outras dimensões como, a notoriedade ou a lealdade”.

## 5 - Outras propriedades dos ativos da marca

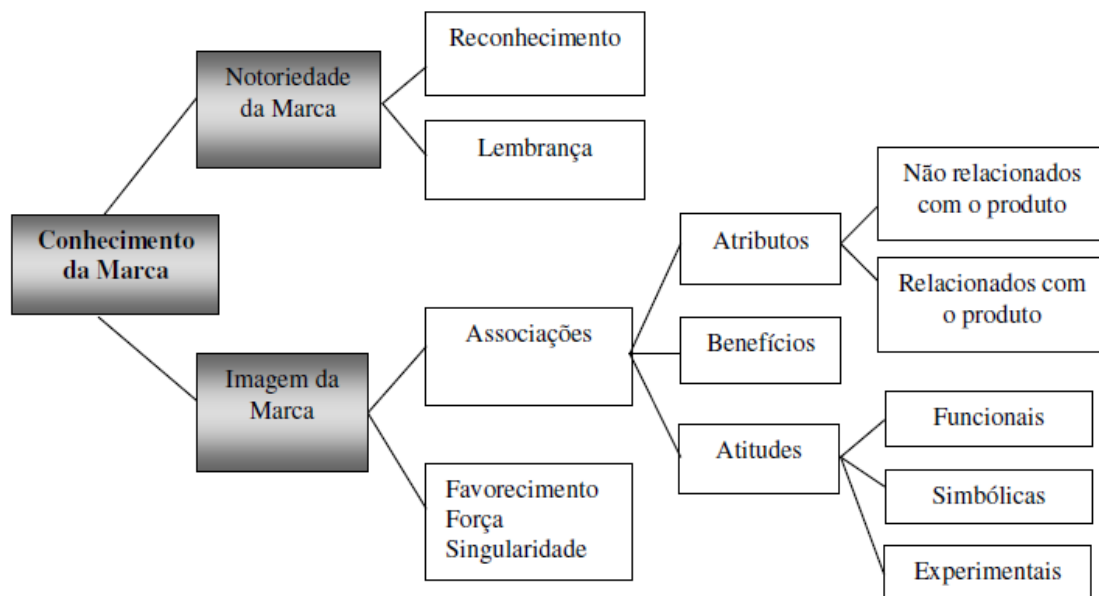
A abordagem deste ponto do modelo corresponde a uma diversidade de ativos ligados ao valor da marca, como por exemplo, as patentes ou marcas. Devido à sua natureza, esta abordagem não é utilizada nas investigações acadêmicas, elaboradas segundo o modelo de Aaker (1991).

### 3.2.2. Modelo de Medição de Keller

O modelo de medição segundo Keller (1993) explica como deve ser construído, medido e gerido o valor da marca. O autor, no seu modelo, destaca a importância do consumidor como um elemento preponderante no valor de uma marca. Keller (1993), evidência, no seu modelo de medição, os dois elementos relevantes na medição do valor da marca, como a notoriedade e a imagem.

O modelo de Keller (1993) do valor da marca, com base no consumidor, pode ser representado por diversos caminhos com ligações entre eles, tal como ilustra a *Figura 10*.

Figura 10 - Modelo de medição do valor da marca de Keller



Fonte: Keller (1993:7)

Segundo Keller (1993), o modelo afirma que o poder da marca está associado ao que o consumidor aprendeu, sentiu e viu e pensou ao longo do tempo, ou seja, o seu valor encontra-se inserido na mente dos consumidores. O consumidor nunca deve esquecer a marca, quando se encontra num processo de compra de um determinado produto, sendo que a mesma deve estar sempre presente no processo de decisão de compra. Para o autor, o processo de decisão de compra pode ser simplificado, através da seleção de um conjunto de marcas preferenciais do próprio consumidor.

De acordo com o estudo de Keller (1993), a imagem da marca é um conceito importante, pois permite avaliar as percepções acerca da mesma, refletidas pelas associações que surgem nos consumidores. Um estudo também realizado por Biel (1992), aponta que os fatores da imagem de marca são responsáveis pela obtenção de um maior valor da mesma, e que de uma maneira influenciam os consumidores a experimentar os produtos/serviços. Biel (1992) conclui, no seu estudo, que o valor da marca depende, de uma certa forma, do comportamento do consumidor.

A construção de uma marca forte de acordo com o modelo do valor da marca baseado no consumidor, segundo Keller (2001), é feita através de uma sequência de passos desenvolvidos pelo autor, de modo a conseguir a implementação no mercado de uma marca forte.

- ✓ O primeiro passo consiste em assegurar a sua identificação pelos consumidores, tendo em conta as necessidades específicas de cada um, ou seja, estabelecer uma forte notoriedade da marca;
- ✓ O segundo passo consiste em estabelecer o seu significado na mente dos consumidores, através de um conjunto de associações, que podem ser tangíveis ou intangíveis;
- ✓ O terceiro passo consiste em adequar a resposta do consumidor com a identidade e o significado da marca;
- ✓ Por último, o quarto passo consiste em construir uma relação ativa e leal, entre o consumidor e a marca.

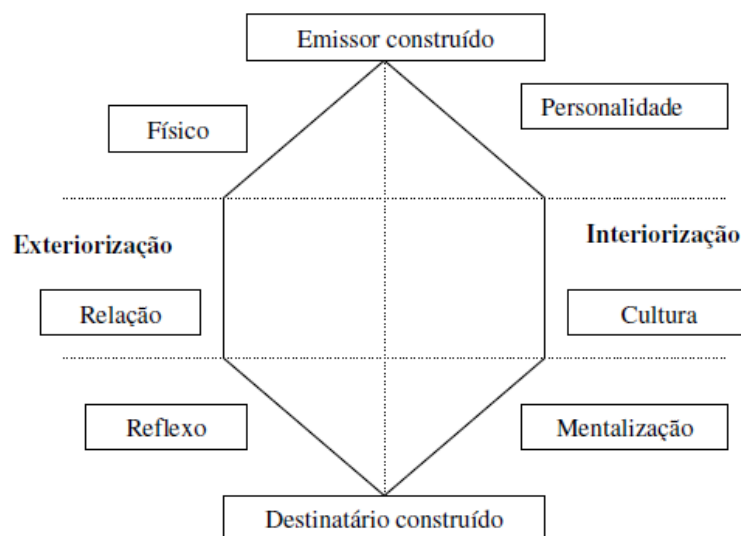
### 3.3.A Identidade e Imagem das Marcas

As marcas são a reprodução da cultura de um empreendedor ou de um grupo de empreendedores que possuem determinados valores ou uma filosofia em comum. Essa filosofia cria uma cultura interna, uma cultura organizacional. Em diversos casos, a marca é profundamente influenciada pela cultura estabelecida pelos seus empreendedores. Essa cultura interna é a identidade da marca. A cultura estabelecida pelos públicos externos (consumidores, sociedade, clientes, investidores) é a imagem ou percepção da marca (Tomoya, 2010:47-48).

A análise de alguns estudos acerca das marcas prova que estas possuem uma identidade própria. Kapferer (1997), desenvolveu uma metodologia que permite explicar a identidade da marca, pode ser dividida em seis dimensões. Segundo o autor, a marca possui características objetivas (físico) e subjetivas (personalidade), e desenvolvem-se num contexto (cultura), que lhe dá substância e força na convivência com os consumidores (relação). As marcas são percebidas de uma forma particular pelos consumidores (reflexos), gerando sentimentos internos (mentalização).

O modelo de prisma da identidade da marca, como é designado, é ilustrado na *Figura 11*. Para o autor, a marca representa uma espécie de discurso, ou seja, um processo de comunicação.

Figura 11 - Prisma de Identidade da Marca



Fonte: Kapferer (1997:100)

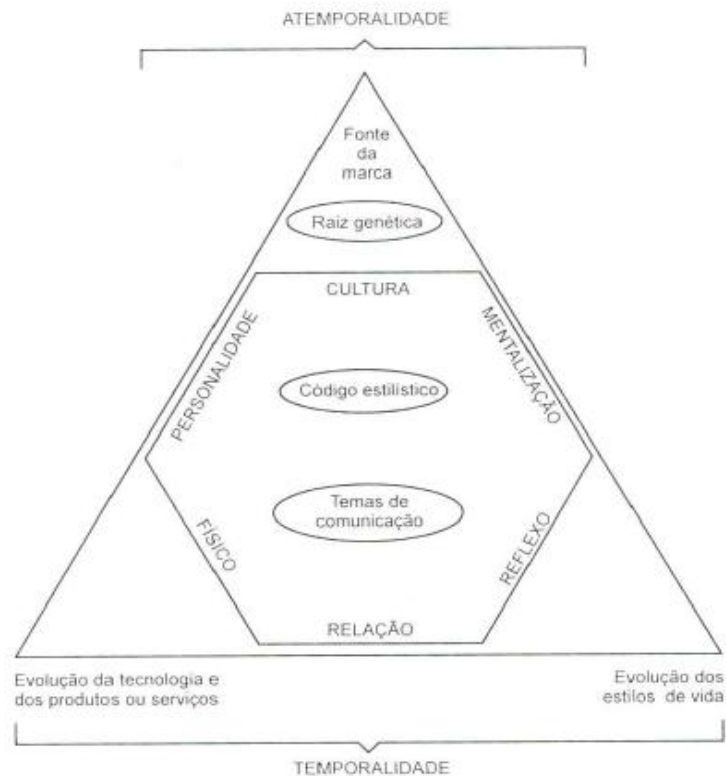
Em relação ao conceito do “emissor construído”, a dimensão “física” refere-se ao conjunto de características existentes na mente do consumidor, que surgem espontaneamente quando uma marca é evidenciada. Quanto à “personalidade” define qual o estereótipo da marca, já que a mesma adquire de forma automática um determinado carácter a partir do momento em que comunica. Esta “personalidade” pode ser adquirida por comparação a características humanas ou por associação a personagens simbólicas.

No que diz respeito à relação entre “emissor construído” e “destinatário construído”, surgem as dimensões “cultura” e “relação”. A “cultura” de uma marca é vista como o sistema de valores que inspiram a mesma. Segundo Kapferer (1997), a marca não se limita a anunciar os produtos, ela torna-os legítimos, através do seu nome, de uma nova abordagem comportamental e da “cultura” que representa. Já a “relação” refere-se ao papel da marca enquanto meio privilegiado de relacionamento entre os produtos e o público-alvo.

Por fim, referente ao conceito de “destinatário construído”, a dimensão “reflexo” evidencia-nos que a marca tem o poder de refletir a imagem dos consumidores, sendo o seu principal objetivo a aceleração dos processos para que o público-alvo se identifique com a marca. Enquanto a dimensão de “mentalização” remete-nos para a imagem que o consumidor assume por associações feitas á marca, o que, permite à mesma refletir sobre a sua própria imagem.

O prisma de identidade da marca e o modelo piramidal estão interligados. Se observarmos a *Figura 12*, podemos verificar que as dimensões do prisma da sua identidade estão ligadas à intemporalidade da pirâmide, ao passo que as de exteriorização estão ligadas à temporalidade, ou seja, são estas que se modificam com o passar do tempo.

Figura 12 - Os Estágios da Marca



Fonte: Kapferer (2003:171)

O topo da pirâmide representa o núcleo identitário da marca, ou seja, a fonte da identidade, este deve ser organizado e coerente, de maneira a ser conhecido, pois a continuidade da marca depende da existência do seu topo. O ponto intermédio é aquele do código estilístico, da maneira de falar e de utilizar as imagens da marca. Sendo através do estilo publicitário (a marca) escreve o tema e o descreve enquanto marca. Por último, a base da pirâmide, representa o posicionamento da marca, através da implementação dos seus novos produtos e serviços no mercado.

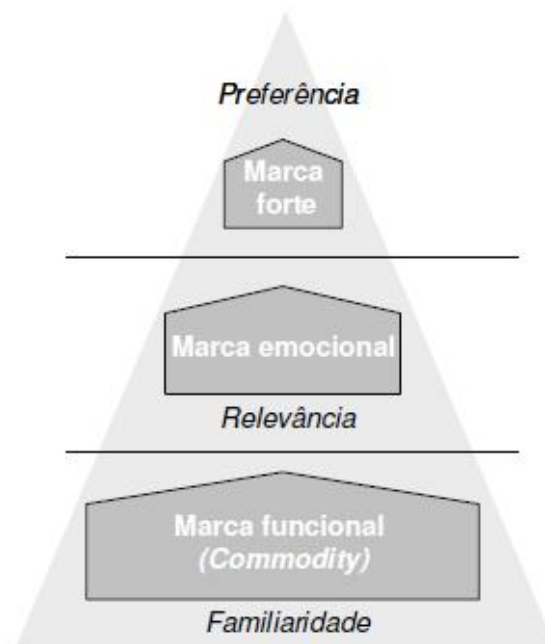
A aplicação do modelo piramidal, permite uma melhor e rápida adaptação da mesma aos mercados atuais, de modo a manter a confiança dos consumidores, porém, proporcionando ao mesmo tempo um aumento nos fluxos de caixa da empresa. Contudo, as marcas devem ser mantidas, porque o futuro das empresas, está associado a elas.

Diferentes estudos realizados por outros autores apontam que o seu valor é influenciado pelos fatores da imagem, ou seja, que afetam a maneira pela qual irá experimentar o produto/serviço. Segundo Biel (1992), os fatores de imagem são provenientes de três fontes, tais como: a imagem do produtor, imagem do produto e a imagem do usuário.

A relação destas três forças faz com que a marca adquira mais valor. Biel (1992) ao longo do seu estudo faz a distinção entre os fatores objetivos e subjetivos na determinação do valor da marca, destacando uma maior importância aos aspectos ligados à sua imagem (subjetivos).

O estudo realizado por Nunes e Haigh (2003), complementa o estudo anteriormente referenciado, afirmando que as marcas podem sofrer evoluções na forma como se relacionam com os consumidores. Para os autores, esta relação entre a marca e o consumidor é bastante importante na questão de criação de valor para a empresa, podendo-se concluir que, para existir uma marca forte, é necessário, um bom relacionamento entre a mesma e o consumidor, com se pode observar na *Figura 13*.

Figura 13 - Evolução da Relação da Marca com o Consumidor



Fonte: Adaptado Nunes e Haigh (2003)

### 3.4. Modelos de Valorização das Marcas

A avaliação do valor da marca é extremamente importante para se entender qual o seu impacto nas empresas, mas também é necessário referir que se trata de um recurso que não possui substância física. Contudo, o objetivo do estudo consiste em medir quantitativamente o valor da marca através de indicadores relacionados diretamente com o seu valor e permitindo a sua avaliação.

Na ótica de Ambler e Styles (1997), a avaliação do valor de uma marca deve ser enquadrada numa perspetiva bidimensional de desempenho, que integra e representa efeitos de curto prazo (fluxos de caixa atualizados) e os efeitos de longo prazo (fluxos de caixa futuros). Assim, o valor da marca pode ser refletido através de alguns fatores como:

- ✓ Um produto com marca tem a capacidade de gerar uma maior contribuição do que um produto sem marca;
- ✓ Um produto com marca pode ser capaz de gerar uma significativa participação no mercado, o que significa ganhos na economia;
- ✓ Pode torna-se um fator inibidor à entrada de novos concorrentes;
- ✓ Fornece uma base de apoio para a entrada em novos mercados, ou até, proporcionar ampliação da sua linha de produtos.

Segundo Lopes (2013), a temática de valorização das marcas tem suscitando diversas abordagens, embora exista consciência das dificuldades inerentes. Apesar de se estar perante um ativo sem substância física, é possível encontrar na literatura métodos de medição do valor das marcas, embora possa existir algumas dificuldades associadas à sua aplicação. Na tentativa de avaliação do valor das marcas, têm sido desenvolvidos diferentes abordagens, umas baseadas nos custos, outras no mercado financeiro e ainda no rendimento.

### 3.4.1. Abordagem Baseada no Custo

Nesta abordagem, a marca é avaliada tendo em consideração os custos envolvidos no seu desenvolvimento. Após a determinação dos custos históricos, é necessário considerar qual a taxa que será aplicada, de modo a atualizar os valores históricos. Farquhar, Han e Ijiri (1992), salientam que a marca deve ser avaliada pelo seu custo histórico e não por benefícios futuros. A elaboração da *Tabela 2*, segundo Martins (2006:248), permitiu, com uma maior facilidade, distinguir as diferentes metodologias acerca da avaliação das marcas segundo os custos.

Tabela 2 - Avaliação da Marca Segundo os Custos

<b>Avaliação da Marca Segundo os Custos</b>			
<b>Metodologia</b>	<b>Pressuposto Básico</b>	<b>Metodologia Básica para Apuração</b>	<b>Problemas Práticos da Abordagem</b>
<b>Custo Histórico</b>	O valor do ativo intangível reflete os investimentos realizados sobre a marca.	Discriminar as diversas contas relacionadas com investimentos em marcas; Determinar o horizonte de tempo a ser considerado para a construção da marca; Avaliar o fluxo de caixa representado pelos investimentos em marca utilizando uma taxa de retorno adequada.	Diferenciar aquilo que é manutenção daquilo que é novos investimentos; Ajuste dos custos históricos para refletir valores correntes; Eventual inadequação da taxa de retorno passada para investimentos futuros.
<b>Custo de Reposição</b>	O valor do ativo intangível é equivalente ao total de investimentos necessários para reconstruí-lo.	Enumerar os investimentos necessários para construir uma nova marca com o mesmo valor em prazo definido; Calcular o valor atual do fluxo de caixa determinado pelos investimentos utilizando uma taxa de desconto adequada.	Fica implícito que existe um valor que permitirá reconstruir o ativo intangível em questão, o que nem sempre é verdade; O estabelecimento de premissas para avaliar o custo de reposição é muito subjetivo; Inexistência de casos para comparação (impossibilidade de validação empírica).

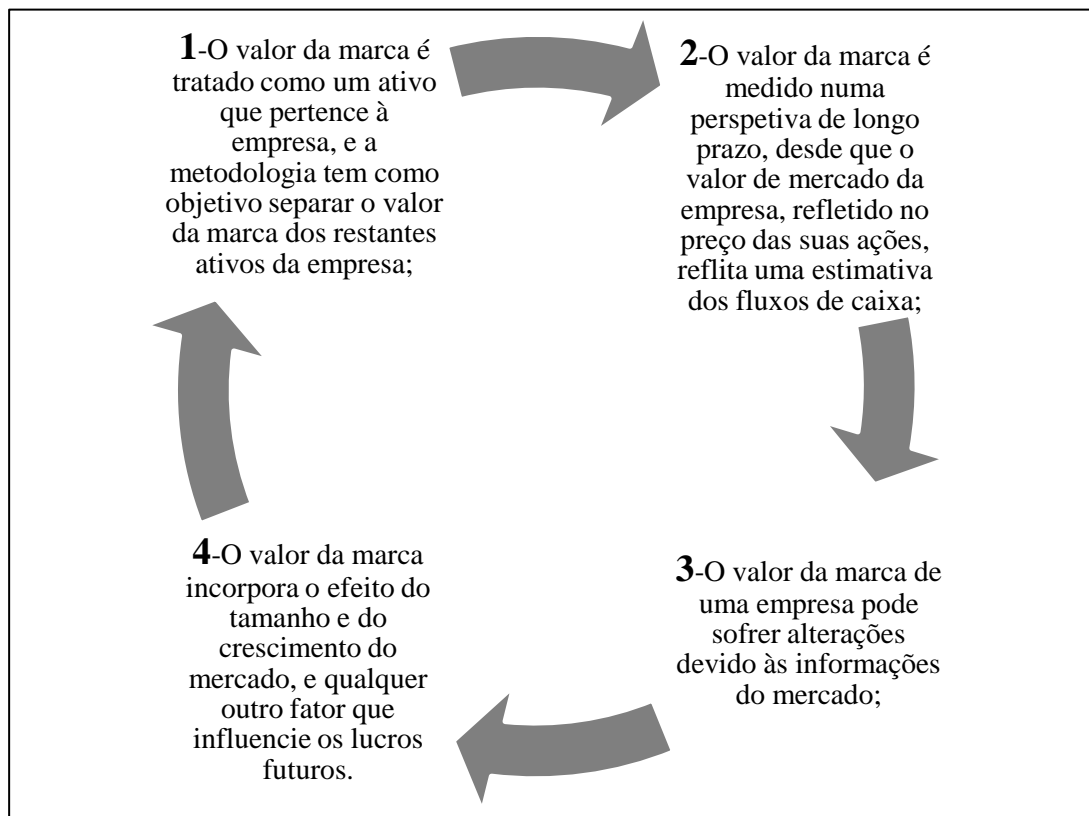
Fonte: Adaptado Martins (2006:248)

### 3.4.2. Abordagem Baseada no Mercado Financeiro

A avaliação do valor de uma marca, segundo a abordagem baseada no mercado financeiro, exige que, numa fase inicial, seja efetuada uma divisão entre os ativos tangíveis e os ativos intangíveis. Contudo, separa-se a percentagem do valor da marca, da restante parte dos ativos intangíveis da empresa. Simon e Sullivan (1993), afirmam que o valor é estruturado a partir do poder de ganho agregado aos ativos da empresa, (tanto tangíveis, como, intangíveis), ou seja, o valor da marca é o valor capitalizado dos lucros relacionados com a própria marca.

O modelo de avaliação exige uma certa ordem de características para se poder avaliar o valor de uma marca, conforme se pode observar na *Figura 14*.

Figura 14 - Ciclo de características para avaliação de marcas segundo o mercado financeiro



Fonte: Adaptado de Simon e Sullivan (1993)

Esta abordagem de avaliação tem-se tornado extremamente atrativa para muitos investidores, por apoiar fortes fundamentos teóricos e empíricos da literatura de eficiência de mercado, em que os preços do mercado financeiro fornecem a melhor estimativa do valor dos ativos da empresa.

### 3.4.3. Abordagem Baseada no Rendimento

A metodologia baseada no rendimento centra-se unicamente no futuro da marca, assim sendo necessário manter os rendimentos futuros da marca atualizados, ao valor atual. Tollington (1999), afirma que se trata de um modelo para o qual é necessário a determinação de uma taxa de retorno apropriada e que refletia todos os riscos envolvidos. A forma de se determinar os fluxos de caixa consiste na comparação do preço cobrado por uma marca com o preço de um produto. Este método estima o lucro da marca em comparação com um produto sem a mesma, ou equivalente, sendo obtido pela multiplicação do preço pelo número de unidades vendidas. Isto simplifica a avaliação, pois os aspetos comuns entre os produtos com e sem marca, não são considerados.

A metodologia dos fluxos de caixa descontados corresponde a um método de avaliação em que é necessária a previsão do uso da marca para um determinado período de tempo. Na visão de Barwise (1990), ao estimar o lucro futuro de uma marca, em termos de fluxos de caixa, envolve ter uma visão acerca da performance do mercado. Para se estimar os fluxos de caixa futuros é necessária a elaboração de premissas sobre a performance do mercado.

Em algumas situações, esta metodologia pode ser aplicada, destacando os mercados em que o preço é regulado e as ocasiões em que as empresas, com marcas líderes, adotam preços mais baixos, com a intenção de explorar vantagens competitivas de custos, podendo ocorrer uma subavaliação da marca.

Segundo Lopes (2013:144), “são inúmeros os métodos utilizados na determinação do valor que seguem uma abordagem baseada no rendimento”. A abordagem baseada nos fluxos de caixa é aquela que talvez mais interesse tem revelado nos domínios da avaliação financeira de ativos na empresa.

Terminamos este ponto fazendo referência, aos métodos de avaliação evidenciados, segundo Lopes (2013), no qual seguem este tipo de abordagem: tabela de *scores*, fator de impacto tecnológico e opções:

- ✓ Fator de Impacto Tecnológico – Aplica-se a metodologia baseada no valor atual dos fluxos de caixa incrementais provenientes da utilização dessa tecnologia num determinado negócio. O método é desenvolvido em dois pontos: o primeiro corresponde ao cálculo do valor atual dos negócios incrementais, o segundo consiste em estimar um fator tecnológico, (entre 0 e 100%) de acordo com a aproximação do retorno do negócio à tecnologia. Esse fator é multiplicado pelo valor atual identificado na primeira parte, resultando por fim no valor da tecnologia.
  
- ✓ Tabela de Scores – Gu e Lev (2002), calculam para a média dos resultados obtidos nos últimos anos e dos resultados previstos para um horizonte temporal n anos, procedendo à sua normalização. De seguida é calculada a taxa de retorno para os ativos tangíveis e ativos financeiros. A taxa de retorno é específica a cada grupo de ativos. Subtraindo-se estes valores aos resultados normalizados, obtém-se o valor do ativo intangível (IDE)<sup>1</sup>. De seguida parte-se para a capitalização desse resultado para os períodos futuros (assumindo a perpetuidade dos resultados) utilizando uma determinada taxa de crescimento da economia. Por fim obtém-se o valor dos ativos intangíveis.
  
- ✓ Opções – Este método é apenas um aperfeiçoamento da abordagem baseada no rendimento e baseia-se no conceito de oportunidade de investimento. Não existe relação direta com os ativos intangíveis, embora o quadro conceptual possa ser transcrito para esse contexto enquanto versão melhorada da avaliação através dos fluxos de caixa descontados.

---

<sup>1</sup> Estes resultados são designados por “*Intangible-Driven Earnings*”, que depois de capitalizados representam o valor dos ativos intangíveis (Gu e Lev, 2002).

### 3.5. Modelos de Avaliação de Marcas por Empresas de Consultadoria

As empresas de consultadoria desenvolveram modelos quantitativos que permitem calcular o valor das marcas. As empresas de consultadoria referidas são a Interbrand e a Brand-Finance, que desenvolveram diversos estudos, os quais procuram identificar a relação entre o valor da empresa e o valor da marca. A aplicação dos modelos parte do cálculo do valor económico adicionado (EVA-Economic Value Added), para, de seguida, quantificar o seu valor.

O modelo de avaliação Interbrand pode ser analisado através de sete fatores, que visam apurar a força da marca, sendo que, para cada fator, existe um peso correspondente e o seu somatório é igual a 100. Com a abordagem do estudo de Murphy (1990) e Perrier e Trevillion (1999), explicito na *Tabela 3* representam-se os respetivos fatores de medição da força da marca.

Tabela 3 - Fatores de Força da Marca

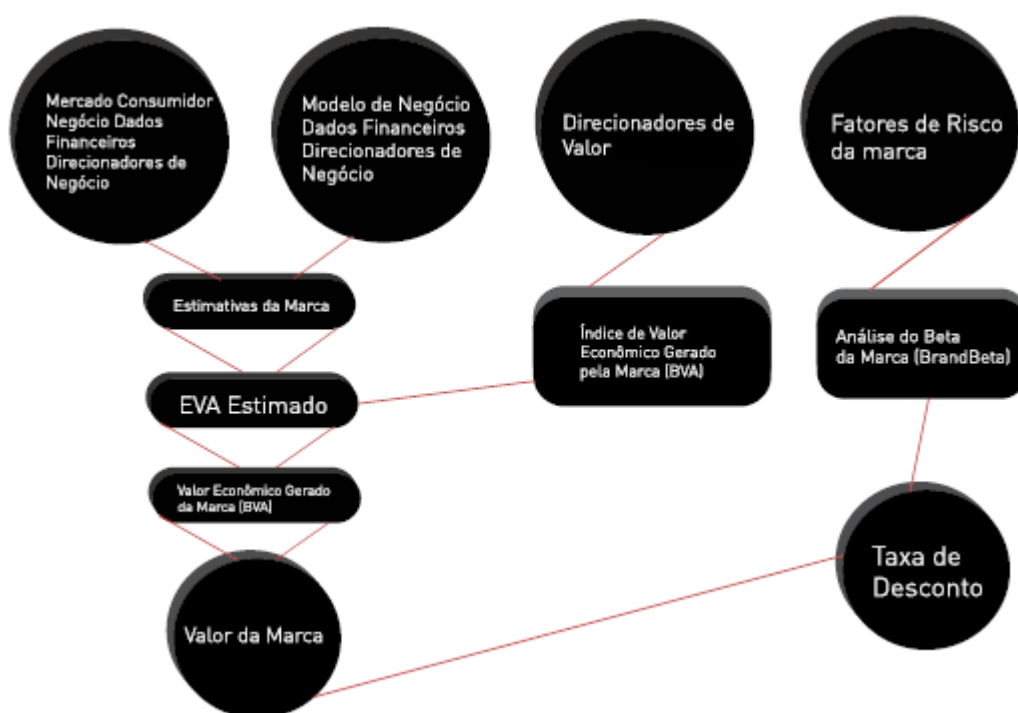
<b>Fatores de Força</b>	<b>Classificação</b>
Liderança	25
Estabilidade	15
Mercado	10
Internacionalidade	25
Tendência	10
Suporte	10
Proteção	5

Fonte: Adaptado de Perrier e Trevillion (1999)

O valor obtido para o indicador da força utiliza-se depois de se obter o nível risco inerente associado à marca. Assim, o valor do indicador irá influenciar a taxa de desconto utilizada no cálculo. Nunes e Haigh (2003), apresentam outros pontos relacionados com a avaliação de marcas, também adotados pela empresa de consultoria Interbrand, e que consistem na determinação do valor económico adicionado das empresas (EVA). De seguida, são determinados os indicadores relacionados diretamente com o seu valor, e que permitem a sua separação.

A Brand-Finance é uma empresa de consultadoria, cujo negócio consiste na análise e valorização das marcas das empresas e dos seus negócios. A Brand-Finance em primeiro lugar, procura apurar o fluxo de caixa da empresa, tal como o seu valor económico adicionado (EVA). Em segundo realiza uma análise estatística multivariada que permite identificar quais as preferências dos consumidores, no que diz respeito, à satisfação acerca dos produtos e serviços, sendo esta análise denominada por Brand Value Added (BVA), tal como ilustra a *Figura 15*.

Figura 15 - Visão geral da avaliação da Brand-Finance



Fonte: Adaptado de Haigh (2000)

O Brand Value Added (BVA) é um indicador percentual de representatividade da marca no total do valor económico adicionado (EVA), que permite obter a percentagem do valor adicionado da empresa, que corresponde ao valor da marca. Por último, o método desenvolvido pela Brand-Finance, também mais conhecido por Brand Beta, permite identificar o risco associado a uma marca, ajustando o custo médio e ponderado do capital (CMPC), de modo a obter a uma taxa de desconto para cada uma (Baseada no Rating de cada Marca).

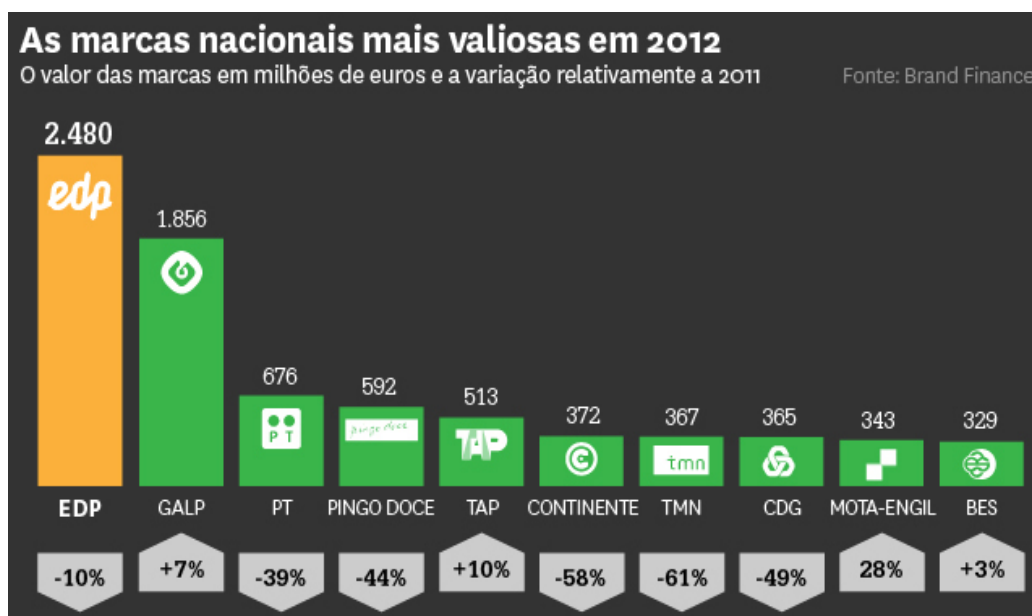
A aplicação de ambas as metodologias, de acordo com Perrier e Trevillion (1999) e Nunes e Haigh (2003), apontam para a importância de se medir o risco associado à marca, como ativo intangível da empresa, e deste modo contribui para a definição do risco do negócio, verificando-se, desta forma, a importância de se avaliar o impacto, de modo a que os cálculos reflitam o verdadeiro valor do risco.

A Brand-Finance elaborou uma lista das 10 marcas mais valiosas em Portugal para o ano de 2012, utilizando um diversificado conjunto critérios, no qual se considerou fatores de natureza qualitativa e quantitativa.

Contudo, em termos gerais, os valores das marcas em 2012 registaram um decréscimo significativo em relação ao ano de 2011; esse decréscimo é em primeira instância, atribuído ao risco do país. Como é do conhecimento geral, a Europa encontra-se numa grave crise; obviamente esse facto contribui para afetar os níveis de risco e a sua perceção. Quando se avalia um determinado ativo é necessário ter em conta o risco a ele associado. E, no fundo, é esse efeito que acaba por degradar o valor financeiro das marcas portuguesas.

De seguida encontram-se representadas na *Figura 16*, as 10 marcas portuguesas mais valiosas no ano de 2012.

Figura 16 - As marcas Portuguesas mais valiosas em 2012



Fonte: Brand-Finance 2012

Analisando a *Figura 16*, podemos concluir, a EDP em Portugal voltou a liderar o ranking elaborado pela Brand-Finance, como marca mais valiosa no ano de 2012. O estudo valorizou a marca/empresa em 2,4 mil milhões de euros, valor que, no entanto, representa uma descida de 10% em relação ao ano anterior.

No entanto, a Galp Energia, Portugal Telecom, Pingo Doce e Tap completam o top 5 das marcas mais valiosas. Com a exceção da Galp Energia (+7%) e TAP (+10%), todas as marcas registam quebras na sua valorização em relação ao ano anterior. Do top 10 destaca-se pela positiva para a entrada da Mota-Engil que, num ano, salta do 16º para o 9º lugar, valorizando 28%, para os 343 milhões de euros. Contudo, marcas como a TMN (-61%), Continente (-58%) e Caixa Geral de Depósitos (-49%) registam quebras significativas em relação a 2011.

### 3.6.O valor Intangível da Marca

A marca é um ativo intangível dos mais importantes para as empresas e a responsável pela maior percentagem de valor gerado pelas empresas.

Para muitas empresas, o valor de mercado supera por diversas vezes o seu valor contabilístico e a causa desta diferença, reside no valor dos ativos intangíveis, como por exemplo, marcas, patentes, capacidade de inovação e capital humano. Já se reconhece, segundo Hall (1992), o facto de os ativos intangíveis representarem uma parte do valor das empresas. Para o autor, os ativos intangíveis são classificados da seguinte forma:

- ✓ Direitos de propriedade intelectual;
- ✓ *Trademarks*;
- ✓ Direitos de autor;
- ✓ Contratos;
- ✓ Segredos de comércio;
- ✓ Conhecimento público como trabalhos científicos;
- ✓ *Know-how*;
- ✓ Redes;
- ✓ Cultura organizacional;
- ✓ Reputação do produto e da empresa.

Já para Nunes e Haigh (2003), os ativos intangíveis podem ser classificados da seguinte forma:

- ✓ Mercado: marcas registadas, nome comercial, nome de marca, logos;
- ✓ Tecnologia: patentes, documentação técnica e know-how;
- ✓ Arte: trabalhos literários e direitos de autor;
- ✓ Processamento de dados: *software* de computador e os direitos de autor relacionados com o *software*;
- ✓ Engenharia: *design* industrial, patentes do produto, segredos de comércio, *blueprints*;
- ✓ Consumidor: lista de consumidor, contratos com o consumidor, relacionamento com o consumidor;
- ✓ Contrato: contratos favoráveis de fornecimento, licenças, acordos de franquia;
- ✓ Capital humano: pessoas treinadas, contratos de emprego, acordos com sindicatos;
- ✓ Local: direitos de exploração mineral, licenças aéreas ou terrestres, licenças sobre a água.

Algumas das categorias referidas por de Nuno e Haigh (2003), já se encontram evidenciadas no Capítulo 2, de acordo com o estudo de Reilly e Schweih (1999).

A marca é um dos principais ativos intangíveis, e que mais rendimento gera a favor da empresa. Um ativo intangível de uma empresa é mais vulnerável que um ativo tangível, devido à difícil tarefa da sua avaliação.

Autores como Chauvin e Hirschey (1993) evidenciam que os gastos em marketing e investigação e desenvolvimento têm influência no valor de mercado das empresas. Os resultados obtidos permitem verificar que os gastos anteriormente referidos geram valor para as empresas, sendo que o impacto pode divergir consoante a dimensão das mesmas, ou seja, as maiores empresas apresentam mais benefícios.

## CAPÍTULO IV – METODOLOGIA

Após a apresentação dos principais conceitos e fatores relacionados com o valor das marcas, o quarto capítulo apresenta a metodologia desenvolvida no estudo. Assim, este capítulo inicia-se com uma caracterização da metodologia *Scorecard*, onde se pretende fazer o enquadramento geral da mesma, seguido de uma introdução acerca dos fluxos de caixa descontados. Por último o capítulo da metodologia termina com descrição e forma de aplicação dos diversos indicadores de valor da marca, no qual permitem extrair o seu valor.

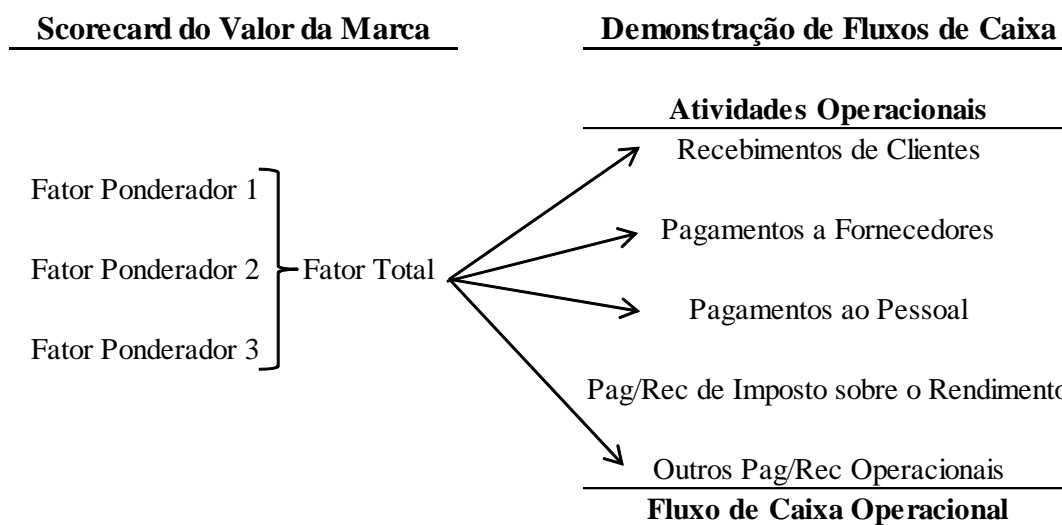
### 4.1.A Metodologia *Scorecard* da Marca

A metodologia *Scorecard* da marca desenvolvida por Milone (2004) permite a separação do fluxo de caixa da marca do fluxo de caixa da empresa. De acordo com o autor, a aplicação de diversos indicadores têm como objetivo principal apurar os principais elementos que influenciam o valor da marca.

Para Milone (2004:54), a marca possui aspetos objetivos capazes de gerar valores tais como: margens operacionais, taxas de crescimento, investimentos em publicidade e pesquisa, entre outros. Há um aspecto subjetivo inerente às marcas, reflexo de relações emocionais existentes entre o consumidor e o produto, em que a maior força da marca, encontra-se nos laços emocionais mais fortes, gerando um impacto na capacidade desta criar valor econômico adicional.

Ainda em relação aos indicadores associados à metodologia *Scorecard* da marca, é necessário entender como se processa a sua aplicação, deste método, como se observa na *Figura 17*.

Figura 17 - Relação entre o *Scorecard* da Marca e a DFC



Fonte: Elaboração Própria

A *Figura 17* ilustra a aplicação da denominada ferramenta *Scorecard* da marca proposta por Milone (2004), no qual se pode dividir em duas fases.

- ✓ Primeira Fase consiste no cálculo do fator ponderador, de cada um dos grupos de indicadores, evidenciados na *Figura 18*;
- ✓ Segunda Fase representa a aplicação do fator total, sobre as diversas variáveis financeiras do fluxo de caixa operacional. Assim, desta forma alcançar o objetivo de apurar o valor do fluxo de caixa.

Assim desta forma conclui-se, que a metodologia *Scorecard* da marca tem como objetivo, o apuramento da percentagem de valor da marca, através da sua aplicação no fluxo de caixa operacional da empresa.

## 4.2.Custo Médio e Ponderado do Capital

O custo médio e ponderado do capital é utilizado para converter os fluxos de caixa futuros ao valor atual. Os fluxos de caixa são descontados ao custo médio e ponderado do capital, designado normalmente na literatura pela sigla (WACC) - *Weighted Average Cost of Capital*, que se pode traduzir pela fórmula 6.

$$WACC = \left( \frac{E}{D+E} \right) \times K_e + \left( \frac{D}{D+E} \right) \times K_d \times (1-T) \quad (6)$$

Onde:

Ke = Custo do Capital Próprio;

E = Capital Próprio;

D = Capital Alheio;

Kd = Custo do Capital Alheio;

T = Taxa de Imposto.

Segundo Kaplan e Ruback (1995), a utilização deste método é de difícil aplicação, para tal sendo necessário calcular a taxa de desconto para cada período. Damodaran (2002) descreve o método em sentido inverso, realçando a possibilidade de se registarem as mudanças provenientes de uma alteração do financiamento através da alteração da taxa de desconto e não da alteração dos fluxos de caixa.

De um modo geral, as empresas utilizam capitais próprios e de terceiros para financiar as suas operações. No que se refere a processos de avaliação, o custo de capital ou a taxa de desconto deve representar o custo global de capital da empresa, que é uma média ponderada entre o custo de capital alheio e o custo de capital próprio, que corresponde ao custo médio de capital ponderado.

Segundo Martins (2010), para se estimar o custo médio e ponderado do capital é necessário, que se comece por determinar a estrutura de capital da empresa, já que o custo de capital deve corresponder a uma média ponderada dos custos de todas as fontes de capital – capital próprio e capital alheio, incluindo-se neste último a poupança fiscal proveniente da dívida. Rappaport (1998), afirma os valores dos fluxos de caixa devem ser atualizados à taxa do custo médio e ponderado.

### 4.3.Custo do Capital Próprio

O modelo geralmente mais adequado para a obtenção do custo do capital próprio por meio da utilização de modelos de risco e retorno é o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Contudo, este modelo tem a limitação de só poder ser obtido adequadamente para empresas cotadas e em ações com liquidez no mercado de capitais.

Segundo Ross (200:306), conclui que o retorno esperado depende de alguns pontos fundamentais:

- ✓ Valor puro do dinheiro no tempo, que pode ser medido através da taxa de juro sem risco ( $R_f$ );
- ✓ Recompensa por assumir risco sistemático, que pode se medido pelo prémio de risco ( $R_m - R_f$ );
- ✓ Nível de risco sistemático, medido pelo que representa o nível de risco presente de um determinado ativo.

#### Custo do Capital Próprio - $K_e$

O custo do capital próprio, representa a taxa de retorno exigida pelos acionistas como contrapartida do risco do seu investimento. O modelo mais utilizado para se calcular o custo do capital próprio é o CAPM, como se evidencia na fórmula 7.

$$k_e = r_f + \beta (r_m - r_f) \quad (7)$$

Onde:

$K_e$  = Custo do capital próprio;

$r_f$  = Taxa de juro sem risco;

$\beta$  = Indicador de risco do negócio;

$[r_m - r_f]$  = Prémio de risco de mercado.

O *Capital Asset Price Model* (CAPM) é o modelo mais conhecido e utilizado pelos investigadores financeiros para estimar o custo de capital próprio. O modelo indica de forma direta a relação entre risco e a rentabilidade exigida pelos acionistas.

Segundo Castro (2010:86), “este modelo representa uma solução eficiente para a questão da avaliação e decomposição do risco total dos investimentos. Constituindo-se numa base logicamente consistente para a estimação do custo de capital próprio, o CAPM permite uma definição fundamentada do valor de mercado do capital próprio, assim como para qualquer ativo de capital existente na economia”.

Copeland *et al.* (2002) afirmam que para as empresas cotadas a literatura financeira traz de forma completa a definição de custo de capital, dado que as exigências de divulgação de informações a que estão sujeitas fazem com que os analistas disponham de um conjunto amplo de informações, como histórico de lucros e projeções de crescimento futuro. Contudo, o mesmo não ocorre com empresas não cotadas.

Outro modelo menos utilizado é o *Arbitrage Pricing Theory* (APT), que se baseia na medição do risco do ativo tendo em conta mais variáveis para além do retorno da carteira de mercado. Por outra perspectiva, este modelo, não identifica as variáveis que iram ser utilizadas, de modo a incluir todos os fatores que permitam explicar o retorno de um ativo, como refere Koller et al (2005).

#### Custo do Capital Alheio – Kd

O custo de capital alheio e a taxa do endividamento obtida depende da situação da empresa e dos recursos necessários. Através da utilização do histórico de endividamento da empresa, podemos facilmente calcular o custo do capital alheio (Kd), através da seguinte fórmula 8.

$$k_d = \frac{EF}{D} \quad (8)$$

Onde:

Kd = Custo do capital alheio;

EF = Gastos financeiros líquidos;

D = Capital alheio de financiamento.

Porém, o cálculo do custo do capital alheio deve ser efetuado tendo em consideração os Gastos Financeiros e o Capital alheio de Financiamento.

#### Taxa de Juro Sem Risco – $R_f$

De acordo com o modelo CAPM referido anteriormente, afirma que a taxa de juro sem risco representa o retorno requerido pelo investidor para investimentos em títulos conceptualmente sem risco. A estimativa da taxa de juro sem risco, em termos práticos, não é de fácil obtenção, devido à situação de crise financeira.

#### Prémio de Risco – $(R_m - R_f)$

O prémio de risco representa o retorno acima da taxa livre de risco que o investidor exige para investir no mercado de capitais, devido ao seu risco inerente. Damodaran (2013) propõe três métodos de se conseguir obter o valor do prémio de risco. O primeiro consiste em fazer um inquérito aos gestores e principais investidores, com a finalidade de aferir as exigências quando investem no mercado.

No entanto, o autor destaca que o prémio de risco consiste num indicador de uma carteira de mercado, o que pode dificultar a recolha de uma amostra suficientemente grande e representativa no mercado onde os investidores atuam. O segundo método baseia-se numa análise de dados históricos, e a sua utilização oferece uma melhor estimativa para o prémio de risco futuro. O valor obtido pode sofrer alterações, mediante a análise dos estudos efetuados, sendo que para o autor, esta discrepância pode ser reduzida através da uniformização dos cálculos. O terceiro método é simplesmente uma estimativa do prémio de risco a partir de dados recolhidos no mercado, referido por Damodaran (2013), como prémio de risco implícito.

#### Beta – $\beta$

O coeficiente Beta ( $\beta$ ) pode ser estimado com recurso ao modelo de mercado, através de uma regressão linear simples entre a rendibilidade de mercado e a rendibilidade das ações da empresa. O parâmetro beta também pode ser estimado com

base em dados históricos. Contudo, Koller et al (2005) defendem a utilização de um período mínimo de cinco anos, no sentido de ser possível identificar as alterações estruturais na estratégia da empresa e na sua estrutura de capitais, dado que afetam diretamente a percepção do risco para os acionistas.

O Coeficiente Beta, de uma forma mais simplificada, permite volatilidade dos retornos de um ativo em relação aos retornos de mercado, e é dado pela seguinte fórmula.

$$(\beta) = \frac{\text{COV} (R_m, R_e)}{\text{Var} (R_m)} \quad (9)$$

Onde:

Cov (Rm, Re) = Covariância entre a rendibilidade da ação da empresa e a rendibilidade de mercado apurada através da evolução de um índice de mercado;

Var (Rm) = Variância da rendibilidade de mercado.

Em termos práticos, o  $\beta$  é obtido a partir da comparação entre a variação do mercado (através de um índice representativo do mercado) e dos retornos das ações das empresas cotadas em bolsa. No entanto, é forçosamente necessário analisar, em pontos gerais, o comportamento e significado deste coeficiente. Existem, portanto, as seguintes condições:

- ✓  $\beta > 1$ : indica que o ativo da empresa sofre um impacto de risco acima da média do mercado;
- ✓  $\beta = 1$ : quando o ativo da empresa apresenta o mesmo risco e rentabilidade que a carteira de mercado;
- ✓  $\beta < 1$ : caracteriza o ativo defensivo, uma vez que amortece as oscilações do ativo de mercado, seguindo a mesma tendência do mercado, mas com um menor impacto.

No entanto convém referir algumas das limitações existentes no modelo CAPM:

- ✓ O modelo pressupõe a existência de índices abrangentes do mercado de ações, ponderadas pelo seu valor de mercado e não pela liquidez dos títulos que compõem o índice;
- ✓ As bolsas de valores dos países emergentes apresentam um reduzido volume de transação e uma elevada concentração em poucos títulos, o que faz com que os títulos que compõem o portfólio de mercado não o representem de forma adequada;
- ✓ A concentração do índice de referência do mercado em poucas ações leva a que o  $\beta$  das empresas evidencie muito mais a relação destas com as principais empresas que compõem o índice de referência, do que com o portfólio de mercado;
- ✓ O prémio de risco é habitualmente muito oscilante, sendo por vezes negativo.

#### 4.4.Avaliação por Fluxos de Caixa Descontados

##### 4.4.1.Aspetos Gerais

A avaliação através do fluxo de caixa descontado (FCD) é um método de análise que permite avaliar uma empresa, um ativo ou um projeto, tendo em conta a sua capacidade de gerar fluxos de caixa futuros, descontados ao valor atual, através da aplicação de uma taxa de desconto apropriada. Para Milone (2004:9), o conceito de valor atual é definido como a função de uma taxa de juro composta e pré-determinada além do período de tempo entre a data futura e o momento que se quer estimar o valor desse ativo.

Muller e Teló (2003) consideram os fluxos de caixa descontados como o método mais correto para avaliação do valor das empresas, através de fluxos futuros de caixa e tem vindo a verificar-se que esta é uma metodologia utilizada por estudiosos e investidores para análise de empresas.

O valor de uma empresa pode ser calculado através do somatório dos fluxos futuros de caixa, mais o valor residual, considerando uma taxa de crescimento constante. Os fluxos de caixa descontados podem ser calculados através da fórmula 10.

$$V_e = \sum_{n=1}^t \frac{CF_n}{(1+k)^n} + \frac{VR}{(1+k)^t} \quad (10)$$

Onde:

$V_e$  = Valor atual da empresa;

$n$  = Número de períodos;

$t$  = Número do último período;

$K$  = Taxa de retorno ou custo de capital médio ponderado;

$CF_n$  = Fluxo de Caixa das Operações;

$VR$  = Valor Residual determinado pelo critério de perpetuidade.

Segundo Damodaran (2007), o valor de uma empresa é determinado por meio de quatro fatores, como a capacidade para gerar fluxos de caixa, a taxa de crescimento esperada dos fluxos de caixa, o período de tempo necessário que a empresa precisa para atingir um crescimento estável e o custo do capital associado ao risco esperado. Nesta ótica, é necessário determinar não só os fluxos de caixa futuros gerados pelos investimentos atuais mas também o valor esperado dos investimentos futuros.

Os fluxos de caixa variam de ativo para ativo e taxa de retorno utilizada, pode variar consoante o risco, sendo que a taxa mais alta aplica-se a ativos com elevado risco associado e a mais baixa para ativos com menos risco.

Apesar de existirem algumas variações na aplicação do modelo dos fluxos de caixa descontados, é necessário, no entanto, cumprir alguns pontos essenciais do modelo.

- ✓ Definir os pressupostos em relação às operações, investimento e financiamento;
- ✓ Realizar a projeção da demonstração de fluxos de caixa;
- ✓ Apurar os fluxos de caixa esperados;
- ✓ Calcular a taxa de desconto;
- ✓ Calcular o valor residual.

É necessário referir que o fluxo de caixa da empresa deva ser projetado ao longo do período, no qual se consegue prever com razoável confiança as alterações das variáveis mais relevantes. O período de projeção é identificado de acordo com a natureza do negócio e o grau de previsibilidade das variáveis relevantes.

A avaliação de empresas, através deste método, permite apurar todos os elementos que influenciam ou afetam o valor da empresa. A aplicação dos fluxos de caixa descontados (FCD), segundo Damodaran (1997:15), enquadra-se mais facilmente em entidades que apresentem, ao longo dos períodos de tempo, fluxos de caixa positivos, os quais possam ser previstos para períodos futuros.

Contudo, tal como afirma Damodaran (2004: 611) o valor de qualquer ativo é uma decorrência dos fluxos de caixa gerados por esse ativo, da vida do mesmo, do crescimento esperado nos fluxos de caixa, e do grau de risco associado a eles. Por outras palavras, é o valor atual dos fluxos de caixa esperados sobre esse ativo. No entanto método dos FCD apresenta alguns aspetos positivos, tais como:

- ✓ Um método rigoroso dado que se baseia em cuidadosas previsões para cada um dos anos;
- ✓ Fornece ao investidor informação mais fiável sobre o valor da empresa;
- ✓ Analisa a empresa no medio e longo prazo, considerando os negócios atuais e futuros;
- ✓ Os valores dos ativos tangíveis e ativos intangíveis estão ambos incluídos no valor total da empresa.

Porém, as avaliações têm como pressuposto o princípio da continuidade da empresa, por essa razão, existe a necessidade de adicionar ao valor atual dos fluxos de caixa, no final do horizonte temporal, um montante que reflita os futuros fluxos de caixa. O Valor Residual é de extrema relevância para o resultado final, daí o seu carácter imprescindível no processo de avaliação. O método mais frequente para estimar este item é o da perpetuidade, que calcula o valor atual de um fluxo perpétuo após o último ano, ou seja, a partir do último ano o crescimento deve ser considerado constante.

A perpetuidade encara a empresa com um horizonte temporal infinito, desta forma calcula o valor da empresa para o fluxo infinito de períodos, com aplicação de uma taxa de crescimento constante ( $g$ ). A taxa de crescimento da perpetuidade é calculada através da fórmula 11:

$$VR = \frac{CF (1+g)}{(Wacc - g)} \quad (11)$$

Onde:

VR = Valor Residual determinado pelo critério de perpetuidade;

CF = Fluxo de caixa das operações do último ano;

Wacc = Custo médio e ponderado do capital;

$g$  = Taxa de crescimento.

#### 4.4.2. Aplicação dos Fluxos de Caixa Descontados

A avaliação de empresas podem realiza-se por meio de duas abordagens do fluxo de caixa, podendo de uma forma obter-se o valor para os acionistas e de outra o valor para a empresa. O Free Cash Flow to Equity (FCFE), ou fluxo de caixa livre para o acionista, segundo Tavares (2002), é um modelo que determina o valor da empresa disponível para o acionista, sendo considerado que os detentores do capital possuem um direito residual sobre os fluxos de caixa da empresa, isto após serem cumpridas todas as obrigações, como as de investimento, necessidade de fundo maneio e de serviço de dívida. O valor atual dos fluxos de caixa do capital próprio, segundo este modelo, representa o valor da empresa ou das ações da empresa, sendo atualizado à taxa de retorno mínima exigida pelos acionistas, ou seja, ao custo do capital próprio ( $Ke$ ).

A abordagem ao Free Cash Flow to Firm (FCFF) ou fluxo de caixa operacional líquido, avalia a empresa como um todo. Segundo Fernandez (2002) afirma que o dinheiro que resta à empresa após o cumprimento das necessidades de reinvestimento em ativos fixos, e as necessidades de fundo maneio, afirmando que não existe quaisquer dívidas. De acordo com esta abordagem, os fluxos de caixa devem ser descontados pelo custo médio e ponderado do capital (CMPC).

No âmbito do trabalho foi aplicada, demonstração de fluxos de caixa pelo método direto, nos termos do SNC, no qual proporciona informações mais detalhadas e completas sobre os recebimentos e pagamentos no decurso da atividade corrente e operacional da empresa, bem como as aplicações de dinheiro da empresa em investimentos e a obtenção de recursos monetários através de financiamentos, para a empresa se adaptar às necessidades e oportunidades futuras.

Contudo, pretende-se apenas obter o fluxo de caixa operacional da empresa, para que de seguida se possa calcular o valor dos fluxos de caixa descontados ao custo médio e ponderado do capital.

#### 4.4.3.Limitações dos Fluxos de Caixa Descontados

Apesar do fluxo de caixa descontado ser uma metodologia muito utilizada para avaliação de empresas, podendo assim não estar isento de falhas, o principal ponto e o mais permeável a erros è o facto de ser um modelo estático, dado que se utilizam dados históricos, para se estimar resultados futuros. Contudo, não se pode deixar de referir que os resultados futuros poderão não ser realmente tão fiáveis como os que já existem.

A aplicação do modelo dos fluxos de caixa descontados apresenta algumas dificuldades, no que diz respeito a avaliação de empresas.

- ✓ Requer muita informação com elevado grau de detalhe, o que não é fácil de reunir nas empresas com dimensão mais reduzida;
- ✓ Baseia-se em valores previsionais, nomeadamente de proveitos, que condicionam todo o processo;

- ✓ É um método de difícil aplicação quando se obtêm valores negativos nos fluxos de caixa em empresas que estão em início de atividade, dada a falta de informação sobre a sua performance;
- ✓ Existe dificuldade em obter as taxas de desconto e do custo do capital, devido à subjetividade inerente.

A aplicação do modelo do fluxo de caixa descontado pode necessitar de algumas adaptações, em função de situações existentes em diversos tipos de empresas. Segundo Damodaran (citado por Martins et al. 2008), os casos em que o modelo poderá encontrar dificuldades e necessita de algumas adaptações podem surgir em: (...) empresas em dificuldades; empresas cíclicas; empresas com ativos não utilizados; empresas com patentes ou opções de produtos; empresas em processo de reestruturação; empresas envolvidas em aquisições; empresas de capital fechado. Nos casos em que ocorram as situações em baixo referidas, é necessário alguns ajustes na utilização desta metodologia, de modo que a avaliação seja o mais correta possível. Como se pode verificar nos seguintes pontos, os diferentes tipos de situações e a sua descrição.

✓ Empresas em dificuldade - As empresas que se encontram em dificuldades, e normalmente possuem um fluxo de caixa negativo e um alto endividamento. Neste caso, a aplicação desta metodologia torna-se difícil, pois é necessário estimar os fluxos de caixa até que estes se tornem positivos, isto se houver perspectiva de se obter lucros em períodos futuros, sendo ainda necessário aplicar algumas adaptações tais como avaliar a empresa em vez do capital próprio (utilizando os fluxos de caixa antes do pagamento das dívidas), estimar fluxos de caixa para períodos de transição. No entanto, se existir indícios de insolvência, a metodologia não deverá ser usada.

✓ Empresas cíclicas - Os fluxos de caixa das empresas cíclicas, tendem em acompanhar o comportamento da economia. Assim, dificultam as análises em períodos de recessão, devido aos seus resultados serem negativos. Neste tipo deve ter-se em conta as tendências adotadas pelos analistas, de modo a obter um valor correto da empresa.

- ✓ Empresa com ativos não utilizados - O valor previsional da empresa possui ativos não utilizados, e que não irá apresentar o valor desses ativos, uma vez que eles não produzem valor. Nesta situação, é necessário apurar o valor de mercado desses ativos de uma forma externa e assim adicionar o valor obtido aos fluxos de caixa descontados.
  
- ✓ Empresas que possuem patentes - As empresas possuem ativos, como patentes ou opções de produtos não utilizados, serão subavaliadas e, de seguida, deve apurar-se o valor desses ativos de modo a adiciona-los aos fluxos de caixa.
  
- ✓ Empresas em processo de reestruturação - A dificuldade de avaliação de empresas em processo de reestruturação reside o facto de normalmente as alterações ocorridas refletirem a estrutura organizacional e de capitais, o que dificulta o apuramento dos fluxos de caixa. Desta forma, os fluxos de caixa futuros traduzem os negócios e riscos causados pelas alterações.
  
- ✓ Empresa envolvida em aquisições - Em empresas adquiridas em combinações de negócio é preciso verificar se existiu sinergia na combinação, mas também se houve alterações sobre os fluxos de caixa. Neste tipo, é necessário incluir os efeitos da mudança nas estimativas dos fluxos de caixa e respetiva taxa de risco.
  
- ✓ Empresas de capital fechado - O problema de avaliar este tipo de empresa é o apuramento do risco e da taxa de retorno, em função de que os modelos de risco e retorno exigem estimativas para os parâmetros de risco, a partir dos preços históricos do ativo. Contudo, as empresas de capital fechado não transacionam os seus títulos, sendo que existe duas hipóteses tais como: utilizarem o grau de risco de empresas semelhantes com ações cotadas em bolsa, ou relacionar o risco a variáveis contabilísticas da empresa.

#### 4.5. Indicadores do Valor da Marca

As marcas são cada vez mais responsáveis por gerarem benefícios para as empresas, principalmente a nível financeiro, sendo importante de um certo modo identificar quais os fatores associados às marcas que mais influências poderão ter na criação de valor para a empresa. De acordo com Milone (2004), afirma que é possível separar o fluxo de caixa da marca do fluxo de caixa da empresa, através dos indicadores de valor da marca.

De acordo com Aaker (1991), destaca-se a existência de cinco elementos fundamentais de uma marca, sendo estes responsáveis para a criação de valor para uma empresa, sendo sempre presentes a notoriedade, a lealdade, qualidade percebida, associações da marca e outras propriedades dos ativos da marca. O autor afirma que os elementos referidos são os principais responsáveis, para que as empresas obtenham valor. Os elementos encontram-se, descritos detalhadamente no ponto 3.2. Aaker (1991), aponta alguns benefícios obtidos pelas empresas, quando estas possuem uma marca forte e bastante reconhecida no mercado, podendo assim praticar preços com margens de lucro maiores.

Segundo Birkin (1993), há que destacar alguns fatores na avaliação de uma marca, dos quais se revelam: a liderança, estabilidade, condições de mercado, internacionalidade, tendência histórica, suporte de marketing e proteção legal. Apesar de serem fatores utilizados para determinar o risco inerente às marcas, estes também são responsáveis por afetarem a capacidade de uma empresa gerar valor. No entanto, percebe-se que alguns dos autores citados abordam aspetos objetivos, com importância na criação de valor de uma marca, sendo a mesma também influenciada por atributos subjetivos, tendo estes um impacto a nível financeiro, tal como, se pode verificar no ponto seguinte, onde se encontram descritos os principais indicadores relacionados com o valor da marca. Desta forma, foi efetuada uma análise da literatura académica específica ao estudo das marcas e das suas características mais relevantes, nos quais foram identificados os fatores responsáveis por gerarem valor para as mesmas.

A partir da metodologia *Scorecard* da marca desenvolvida por Milone (2004), foi possível identificar quais os principais indicadores, responsáveis por gerar valor adicional aos fluxos de caixa futuros de uma empresa. Estes indicadores de valor da marca propostos são classificados em três grupos passíveis de avaliação objetiva: (a) Indicadores com impacto nos rendimentos; (b) Indicadores com impacto nos gastos

operacionais/produção; (c) Indicadores com impacto nos gastos comerciais/marketing. Após a quantificação de cada um dos indicadores inseridos nos diversos grupos, será encontrado o peso relativo de cada um dos grupos. O peso relativo de cada grupo é utilizado para se obter os fatores ponderados, sendo apurado um valor total, o qual será aplicado através da multiplicação com as variáveis da demonstração fluxos de caixa, como se encontra ilustrado na *Figura 17*.

Propôs-se, de seguida a descrição de cada um dos indicadores, de modo a formalizar as suas definições e identificar quais as variáveis financeiras, diretamente afetadas pelos indicadores.

Figura 18 - Indicadores de Desempenho da Marca



Fonte: Adaptado de Milone (2004:56)

No entanto, pode concluir-se que, embora alguns autores evidenciem aspetos objetivos como importantes, em gerarem valor de marca, sendo esta é influenciada pelos seus indicadores subjetivos, tendo efeito direto nos resultados financeiros da empresa.

#### 4.6.Descrição dos Indicadores do Valor da Marca

Os indicadores, tal como já foi referido anteriormente dividem-se em três grupos, aos quais será apurada uma nota por cada um dos grupos, e que de seguida se irá relacionar com as variáveis financeiras; o objetivo é apurar a percentagem do valor da marca.

##### **1 - Indicadores com Impacto nos Rendimentos**

O primeiro grupo de indicadores a ser analisado é o que causa impacto nas receitas, no qual se destacam os gastos de marketing, sendo este indicador calculado através da fórmula 12.

$$PGM = \frac{GM}{PO} \quad (12)$$

Onde:

PGM = Participação nos gastos de marketing;

GM = Gastos de marketing;

PO = Proveitos operacionais.

Outro ponto importante para se poder prever o futuro relaciona-se com a necessidade de se analisar o comportamento passado de uma marca, através do indicador da evolução histórica. Milone (2004:65) afirma “que as marcas que apresentam um perfil de crescimento constante ao longo do tempo indicam uma característica de maior força em relação ao seu público-alvo”.

O indicador que mede a evolução histórica é calculado com base na fórmula 13.

$$EH = \frac{AC}{10} \quad (13)$$

Onde:

EH = Evolução histórica da marca;

AC = Quantidade, nos últimos 10 anos, de períodos que apresentam crescimento nas receitas.

A idade da marca é considerada um ponto muito importante na análise de uma marca. Segundo Milone (2004:64), “o estágio do ciclo de vida de uma marca oferece subsídios para se identificar as oportunidades de gerar receitas adicionais, o que parece ser uma realidade com marcas mais maduras”. Para o autor, a idade da marca pode ser calculada segundo a fórmula 14.

$$ICV = \frac{Idade}{CV} \quad (14)$$

Onde:

ICV = Índice ciclo de vida da marca;

Idade = Idade, em anos da marca;

CV = Número de anos ciclo de vida dos produtos da categoria.

## **2 - Indicadores com Impacto nos Gastos Operacionais/Produção**

O segundo grupo de indicadores a ser analisado é os que causa impacto nos custos operacionais/produção, no qual se destaca o alcance geográfico da empresa e os gastos em investigação e desenvolvimento. O cálculo deste indicador é obtido através de uma classificação da região onde a empresa atua, sendo possível selecionar entre cinco regiões de atuação. A *Tabela 4* define cada uma das possíveis classificações.

Tabela 4 - Classificações de Alcance Geográfico

<b><u>Classificação</u></b>	<b><u>Abrangência de Atuação</u></b>	<b><u>Nota</u></b>
Local	Apenas em 1 Cidade	0,2
Regional	Atua em Região	0,4
Nacional	Atua em todo o País	0,6
Multinacional	Atua em mais de 1 País	0,8
Global	Atua em múltiplos Países	1,0

Fonte: Adaptado Milone (2004:60)

O indicador relacionado com os gastos em investigação e desenvolvimento é um dos mais importantes, permitindo à empresa um fortalecimento da marca, ou seja, maior competitividade no mercado, proporcionando também um aumento nas margens de lucro. O valor é calculado com base na fórmula 15.

$$PID = \frac{ID}{PO} \quad (15)$$

Onde:

PID = Participação da marca nos gastos de I&D;

ID = Gastos em I&D;

PO = Proveitos operacionais.

Lev e Zarowin (2001), evidenciam que os investimentos em ativos intangíveis, particularmente os gastos em investigação e desenvolvimento, são considerados os maiores impulsionadores de valor e conseqüentemente de mudança nos negócios substanciada na criação de novos produtos, franchises e melhorias nos processos. Alguns estudos sustentam que os investimentos em I&D relacionam-se com a produtividade, as vendas, os resultados, o valor de mercado e a estrutura de capital das empresas, relações nem sempre fáceis de identificar ou determinar devido à complexidade deste tipo de gasto.

No entanto estes gastos afetam de forma negativa os resultados quando contabilizadas como gasto do período, os investidores tendem a valorizá-los positivamente quando avaliam as empresas, o que significa que os consideram como ativo intangível que gera benefícios económicos futuros.

### **3 - Indicadores com Impacto nos Gastos Comerciais/Marketing**

O terceiro grupo de indicadores com impacto nos custos comerciais/marketing é composto pelo tempo de liderança e número de concorrentes, sendo que o indicador do tempo de liderança de uma marca permite também avaliar a consistência e a performance da mesma. O valor é obtido em percentagem, com base na fórmula 16.

$$LID = \frac{Q}{IDADE} \quad (16)$$

Onde:

LID = Tempo de liderança da marca;

Q = Número de anos que a marca se manteve entre as 3 principais;

IDADE = Idade da marca (medida em anos).

O último indicador está relacionado com o número de concorrentes e o seu objetivo consiste em refletir o grau de competitividade do mercado onde a marca opera. É normal que exista uma competição entre as diversas marcas, de maneira que possam superar os seus concorrentes mais diretos. Porter (1998) desenvolveu um estudo no qual descreve o seu modelo de competitividade, a importância do número e força dos concorrentes na definição das vantagens competitivas nas empresas. Este indicador é definido pela quantidade de concorrentes diretos, como se pode observar.

$$\text{Concorrente} = n^{\circ} \text{ de concorrentes}$$

Ao apurar qual o número de concorrentes, o objetivo real consiste em identificar a capacidade da marca proporcionar benefícios, em relação ao seu investimento em publicidade, devido ao nível de competitividade existente.

A importância da análise da concorrência para as empresas, pois, se for bem aplicada pode servir como uma grande ferramenta de ataque ou de defesa, tornando a empresas mais competitivas. O elevado número de empresas aumenta a rivalidade porque mais empresas competem pelos mesmos consumidores e recursos. Ainda que existam, relativamente, poucas empresas no mercado, se elas forem similares no tamanho e nos recursos disponíveis, tal fato gera instabilidade, já que elas terão o mesmo poder para competir pelos recursos e consumidores.

Quando o mercado é altamente concentrado ou dominado por uma ou poucas empresas, ele tende a ser mais estável e é muito fácil definir quem são os líderes. O líder ou líderes podem impor a sua disciplina, assim como possuem um papel coordenador no mercado por meio de dispositivos como por exemplo a liderança nos preços.

#### 4.7. Sistema de Notas e Ponderação dos Fatores

Tal como foi referenciado no ponto 4.5, os indicadores encontram-se divididos em três grupos, sendo o objetivo fundamental avaliar o impacto dos grupos em cada uma das variáveis financeiras. Numa primeira fase, foram calculadas as notas de cada um dos indicadores. De seguida, as notas foram relacionadas com o auxílio de uma tabela consolidada, o que permitiu calcular a ponderação dos indicadores para o apuramento dos fatores ponderadores.

Segundo Milone (2004), o cálculo da ponderação das notas obedece a um critério de peso relativo do indicador no seu grupo de influência. Por isso, calcula-se o somatório de todas as notas do grupo, utilizando a soma para identificar a participação da nota no total calculado para cada subgrupo, e assim se obtêm os fatores ponderados de cada um dos grupos. O processo desenvolvido por Milone (2004) pode ser observado na seguinte *Tabela 5*:

Tabela 5 - Sistema de Notas e Ponderação dos Indicadores

<b>Indicadores com Impacto nos Rendimentos</b>		<b>Nota do Indicador</b>		<b>Peso Relativo</b>
Participação de Mercado	<i>PART</i>	$IR_1$	$\div \sum IR$	$IRP_1$
Gastos com Marketing	<i>GM</i>	$IR_2$	$\div \sum IR$	$IRP_2$
Idade da Marca	<i>ICV</i>	$IR_3$	$\div \sum IR$	$IRP_3$
Evolução Histórica	<i>EH</i>	$IR_4$	$\div \sum IR$	$IRP_4$
<b>Indicadores com Impacto nos Gastos Operacionais/Produção</b>		<b>Nota do Indicador</b>		<b>Peso Relativo</b>
Alcance Geográfico	<i>Alcance</i>	$IC_1$	$\div \sum IC$	$ICP_1$
Gastos I&D	<i>GID</i>	$IC_2$	$\div \sum IC$	$ICP_2$
<b>Indicadores com Impacto nos Gastos Comerciais/Marketing</b>		<b>Nota do Indicador</b>		<b>Peso Relativo</b>
Tempo de Liderança	<i>LID</i>	$IM_1$	$\div \sum IM$	$IMP_1$
Número de Concorrentes	<i>Conc</i>	$IM_2$	$\div \sum IM$	$IMP_2$

Fonte: Adaptado Milone (2004)

O peso relativo divide-se em duas fases; na primeira fase, calcula-se o somatório das notas obtidas pelos três grupos de indicadores, como se pode observar nas seguintes fórmulas.

$$IRP = \frac{IR}{\sum IR} \quad (17)$$

Onde:

IRP = Peso relativo dos indicadores do rendimento;

IR = Nota do indicador com impacto nos rendimentos.

$$ICP = \frac{IC}{\sum IC} \quad (18)$$

Onde:

ICP = Peso relativo dos indicadores dos gastos;

IC = Nota do indicador com impacto nos gastos.

$$IMP = \frac{IM}{\sum IM} \quad (19)$$

Onde:

IMP = Peso relativo dos indicadores comerciais/marketing;

IM = Nota do indicador com impacto nos gastos comerciais/marketing.

A segunda fase consiste no cálculo dos fatores ponderados de cada um dos grupos de indicadores, podendo comprovar-se com as seguintes fórmulas.

$$IR = \sum (IR \times IRP) \quad (20)$$

Onde:

IR = Fator ponderado dos indicadores dos rendimentos;

IRP = Peso relativo dos indicadores dos rendimentos.

$$IC = \sum (IC \times ICP) \quad (21)$$

Onde:

IC = Fator ponderado dos indicadores dos gastos;

ICP = Peso relativo dos indicadores dos gastos.

$$IM = \sum (IM \times IMP) \quad (22)$$

Onde:

IM = Fator ponderado dos indicadores de marketing;

IMP = Peso relativo dos indicadores de marketing.

Os indicadores devem ser adaptados às particularidades do caso em estudo. Como refere Milone (2004:69), cada empresa apresenta características únicas, estas devem ser levadas em consideração no momento da definição das notas individuais, a flexibilidade da ferramenta, permite a sua aplicação a várias empresas.

## CAPÍTULO V – RESULTADOS OBTIDOS

Após a apresentação da metodologia utilizada inicia-se o capítulo destinado aos resultados obtidos, o qual se subdivide em quatro pontos, a apresentação da empresa no qual consiste o estudo, os principais dados recolhidos, os resultados do *Scorecard* da marca e o seu respetivo valor financeiro. Pretende-se que, no final deste capítulo seja possível, retirar todas as conclusões relacionadas com o estudo.

### 5.1. Apresentação da Empresa Galp Energia

A “Galp Energia”, tal como conhecemos atualmente, resulta de uma sucessão de fusões e aquisições de empresas.

A sua origem remonta ao século XIX com a companhia lisbonense d’Iluminação, com a qual, em 1846, a cidade de Lisboa começou a ser iluminada com os primeiros candeeiros a Gás. Já no século XX, surgiram empresas como a Sacor, Sonap, Cidla e Petrosul e que se fundiram em 1976 com a Petrogal.

A marca Galp surge em 1978 e o ciclo prossegue até 1999, com a constituição da “Galp Energia”, resultado da fusão da Petrogal com a Gás de Portugal. Ao longo dos anos, a empresa alargou a sua área de negócio, com a conquista de novos mercados.

No século XXI assume uma nova forma. Primeiro pela fusão e depois pela entrada no negócio da eletricidade, tornando-se assim um grupo integrado de energia em quatro continentes. Com a estratégia de crescimento focada na área da exploração e produção E&P, a empresa participa atualmente no maior projeto de E&P do mundo. Esta aposta explica os dois terços dos resultados provenientes do estrangeiro. Em Portugal, fez-se o maior investimento a nível da indústria, no valor de 1,4 mil milhões, o que permitiu ao país passar de importador a exportador de combustíveis, causando um impacto positivo no saldo da balança comercial do país. A “Galp Energia” foi responsável pelo aumento das exportações nacionais em 9% no 1º semestre de 2013.

No início deste século, com a criação da “Galp Energia” e o foco nas áreas da comercialização de combustíveis e gás natural, surgiu a necessidade de rejuvenescer uma marca com grande cotação na atividade industrial. A empresa procura desenvolver uma estratégia de aproximação da marca ao seu público, procurando estabelecer fortes relações emocionais.

A “Galp Energia” é hoje em dia uma empresa muito diferente do que julgamos conhecer, manifestando uma diversidade de atuação em novos negócios, iniciativas inovadoras a nível industrial, científico, técnico, tendo um papel cada vez mais preponderante a nível económico. A empresa foi reconhecida internacionalmente pelo Dow Jones Sustainability Index, como a uma das cinco empresas mais sustentáveis da Europa no seu sector, pelo segundo ano consecutivo. Contudo, a empresa aposta num maior investimento, com o objetivo de manter uma marca forte.

## 5.2.Recolha de Dados

Em primeiro lugar, foram recolhidos os relatórios de contas consolidadas dos últimos 6 anos (2008-2013), de forma a identificar as variações ocorridas no passado, sendo fundamentais para a preparação dos fluxos de caixa futuros da empresa.

Conforme o estudo de Milone (2004), os dados históricos recolhidos foram analisados de forma a identificar: (i) as tendências de crescimento e redução das contas da demonstração de fluxos de caixa e, (ii) extrair do fluxo a percentagem que causa impacto na marca. Assim, desta forma foi possível obter os fluxos de caixa operacionais previsionais da empresa, para que, de seguida se pudesse proceder á aplicação da ferramenta *Scorecard* da marca. Procurou-se apenas obter percentagem do valor da marca, sendo este o principal objetivo do estudo.

A fonte dos dados utilizados tiveram como base os web-sites da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) e da “Galp Energia”. Foram também consultados os dados da Bolsa de Lisboa (Euronext Lisbon).

O modelo de cálculo utilizado foi o MS Excel<sup>®</sup>, integrante do software Office 2007<sup>®</sup>, desenvolvido pela empresa Microsoft. Esta ferramenta permitiui construir as tabelas, nas quais foram calculados os indicadores de valor da marca, como também o valor atual dos fluxos de caixa operacionais.

### 5.3. Resultados do *Scorecard* da Marca - Galp Energia

A primeira fase para a obtenção do valor da marca Galp Energia, foi construção da tabela *Scorecard* da marca<sup>2</sup>. O *Tabela 6* apresenta os valores dos pesos relativos de cada um dos indicadores, tal como a nota final de cada um dos grupos.

Tabela 6 - Resultados do *Scorecard* da Marca Galp Energia

Indicadores com Impacto nos Rendimentos		Valor Obtido	Nota do Indicador	Peso Relativo
Gastos com Marketing	GM	0,1%	0,01	0,01
Idade da Marca	ICV	44%	0,44	0,38
Evolução Histórica	EH	70%	0,70	0,61
		$\Sigma$	<b>1,15</b>	
Indicadores com Impacto nos Gastos Operacionais/Produção		Valor Obtido	Nota do Indicador	Peso Relativo
Alcance Geográfico	Alcance	80%	0,80	0,68
Gastos I&D	GID	38%	0,38	0,32
		$\Sigma$	<b>1,18</b>	
Indicadores com Impacto nos Gastos Comerciais		Valor Obtido	Nota do Indicador	Peso Relativo
Tempo de Liderança	LID	7	0,70	0,89
Número de Concorrentes	Conc	9	0,09	0,11
		$\Sigma$	<b>0,79</b>	

Fonte: Adaptado Milone (2004)

Os resultados obtidos no *Scorecard* da marca revelam tratar-se de uma empresa forte e sólida. Sendo a “Galp Energia” uma empresa multinacional com uma área de negócio, em diversos continentes, tais como: Africa, América do Sul e Europa, entende-se a razão por que apresenta, assim, o elevado valor do indicador de alcance geográfico. Porém, a empresa é atualmente, responsável por conquistar a confiança dos consumidores, através dos lançamentos de campanhas publicitárias, com a finalidade de aumentar a popularidade da marca.

<sup>2</sup> Os valores do *Scorecard* marca, foram obtidos através dos relatórios de contas consolidadas do ano 2013 da “Galp Energia”. Para se calcular alguns dos indicadores de valor da marca, foi necessário a consulta de dados históricos.

Após a identificação dos pesos relativos, os valores obtidos foram ponderados, no qual resultaram em fatores que indicam o quanto a marca “Galp Energia” influencia o fluxo de caixa operacional. Conforme se apresenta na *Tabela 7*.

Tabela 7 - Fatores Ponderados da Marca

<b>Fatores Ponderados</b>	
Impacto nos Rendimentos	0,595
Impacto nos Gastos Operacionais	0,665
Impacto nos Gastos Comerciais	0,631
<b>Total</b>	<b>-0,701</b>

Fonte: Adaptado de Milone (2004)

A marca “Galp Energia” influencia os rendimentos, os gastos operacionais, e os gastos comerciais. O resultado reflete a participação intensiva no mercado em que atua, além de ser líder de mercado, é uma multinacional que se preocupa com o seu crescimento, investe em recursos de marketing e investigação e desenvolvimento. Pode-se dizer que a empresa é detentora de uma marca forte no mercado, contribuindo para um aumento nos fluxos de caixa futuros.

## 5.4. Avaliação Financeira da Marca

Antes de calcular o valor da marca “Galp Energia”, foi necessário avaliar o valor da empresa. Para tal, foram projetados os fluxos de caixa operacionais para um período de cinco anos, (2014 a 2018), extraídos dos relatórios de contas da empresa, no qual foram atualizados à taxa do custo médio e ponderado<sup>3</sup>, conforme se verifica na *Tabela 8*:

Tabela 8 - Fluxo de Caixa Previsional

	Ano 2014	Ano 2015	Ano 2016	Ano 2017	Ano 2018
<b>Atividades Operacionais:</b>					
Recebimentos de clientes	20 648 618	20 607 320	20 669 142	20 421 113	20 543 639
Pagamentos a fornecedores	(13 904 764)	(14 155 050)	(14 579 701)	(14 696 339)	(14 417 108)
Pagamentos ao pessoal	(235 171)	(234 701)	(234 396)	(234 044)	(234 021)
Pagamentos / Recebimentos de imposto sobre produtos petrolíferos	(2 510 718)	(2 465 777)	(2 401 913)	(2 341 385)	(2 367 608)
Pagamento / Recebimento do imposto sobre o rendimento	(153 266)	(153 251)	(153 527)	(153 143)	(153 220)
Contribuições para o fundo de pensões	(2 398)	(2 398)	(2 398)	(2 399)	(2 398)
Pagamentos a reformados antecipadamente e pré-reformados	(18 668)	(18 668)	(18 666)	(18 664)	(18 666)
Pagamentos de despesas de seguro com os reformados	(11 857)	(11 857)	(11 857)	(11 856)	(11 856)
Outros Pagamentos / Recebimentos relativos à atividade operacional	(2 167 622)	(2 175 642)	(2 158 672)	(2 231 203)	(2 234 773)
<b>Fluxos das Atividades Operacionais</b>	<b>1 644 152</b>	<b>1 389 977</b>	<b>1 108 012</b>	<b>732 080</b>	<b>1 103 989</b>
<b>Valor Atual do Fluxo de Caixa</b>	<b>1 493 326</b>	<b>1 146 656</b>	<b>830 200</b>	<b>498 206</b>	<b>682 383</b>

<b>Avaliação</b>	
Valor Total do Fluxo de Caixa	4 650 771
Valor da Perpetuidade	8 592 971
<b>Valor Total da Empresa</b>	<b>13 243 742</b>

<b>Parâmetros</b>	
<b>Wacc</b>	10,1%
<b>g</b>	2,0%

Fonte: Elaboração Própria

<sup>3</sup> O valor do Custo Médio e Ponderado do Capital (Wacc) e a Perpetuidade (g), foram obtidos através do relatório anual da atividade de supervisão da análise financeira 2013, encontrando-se disponível em: [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)

O valor total da empresa “Galp Energia”, com base nos dados de 31/12/2013 é de 13.243.742 €. Este valor incorpora os benefícios gerados pelos seus ativos tangíveis e intangíveis. O método dos FCD parte de uma análise do passado, para refletir o desempenho futuro, ou seja, os resultados obtidos podem não ser muito precisos, pois o futuro nunca é igual ao passado.

Os indicadores de valor obtidos através da aplicação da ferramenta *Scorecard* da marca, foram indispensáveis para a avaliação financeira da mesma, pois permitiram a separação dos ativos tangíveis dos intangíveis, mais propriamente o valor da marca. Desta forma, os valores evidenciados na *Tabela 9* foram calculados ao valor atual, utilizando uma taxa de 70,10%, obtida através dos indicadores que geram o valor da marca.

Tabela 9 - Fluxo de Caixa Previsional – *Scorecard* da Marca

	Ano 2014	Ano 2015	Ano 2016	Ano 2017	Ano 2018
<b>Atividades Operacionais:</b>					
Recebimentos de clientes	14.469.113	14.440.175	14.483.495	14.309.693	14.395.552
Pagamentos a fornecedores	(9.743.490)	(9.918.873)	(10.216.439)	(10.298.171)	(10.102.505)
Pagamentos ao pessoal	(164.792)	(164.462)	(164.248)	(164.002)	(163.985)
Pagamentos / Recebimentos de imposto sobre produtos petrolíferos	(1.759.337)	(1.727.844)	(1.683.093)	(1.640.679)	(1.659.055)
Pagamento / Recebimento do imposto sobre o rendimento	(107.398)	(107.388)	(107.581)	(107.312)	(107.366)
Contribuições para o fundo de pensões	(2.398)	(2.398)	(2.398)	(2.398)	(2.398)
Pagamentos a reformados antecipadamente e pré-reformados	(18.668)	(18.668)	(18.668)	(18.668)	(18.668)
Pagamentos de despesas de seguro com os reformados	(11.857)	(11.857)	(11.857)	(11.857)	(11.857)
Outros Pagamentos / Recebimentos relativos à atividade operacional	(1.518.918)	(1.524.538)	(1.512.647)	(1.563.472)	(1.565.973)
<b>Fluxos das Atividades operacionais</b>	<b>1.142.255</b>	<b>964.147</b>	<b>766.564</b>	<b>503.134</b>	<b>763.745</b>
<b>Valor Atual do Fluxo de Caixa</b>	<b>1.037.470</b>	<b>795.369</b>	<b>574.363</b>	<b>342.401</b>	<b>472.076</b>

<b>Avaliação</b>	
Valor Total do Fluxo de Caixa	3.221.679
Valor da Perpetuidade	5.944.659
<b>Valor Total da Empresa</b>	<b>9.166.338</b>

<b>Parâmetros</b>	
<b>Wacc</b>	10,1%
<b>g</b>	2,0%

Fonte: Elaboração Própria

O valor total da empresa “Galp Energia”, apurado através da ferramenta *Scorecard* da marca é de 9.166.338 €. Contudo, através da aplicação dos indicadores no fluxo de caixa operacional, foi possível separar o valor da marca do valor da total da empresa, tal como representa a *Tabela 10*:

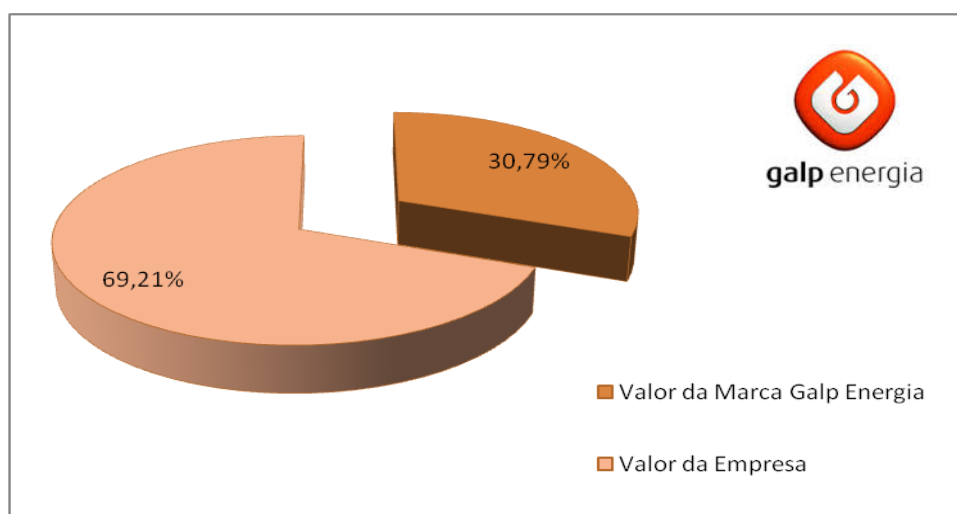
Tabela 10 - Valor da Marca “Galp Energia”

Avaliação	
Valor Total da Empresa	13.243.742
Valor Total da Empresa <i>Scorecard</i>	9.166.338
<b>Valor da Marca Galp Energia</b>	<b>4.077.404</b>

Fonte: Elaboração Própria

Após a aplicação da metodologia, o valor encontrado para a marca é de 4.077.404 €, o que representa 30,79% do valor total da empresa. O valor da empresa sem o valor da marca é apenas de 69,21%. Como se pode verificar o valor da marca possui um impacto relevante no valor da empresa, tal como, evidencia o *Gráfico 1*.

Gráfico 1 - Representação Gráfica do Valor da Marca



Fonte: Elaboração Própria

A marca “Galp Energia” continuará a ser um elemento fundamental para o sucesso da empresa, enquanto suporte para a sua identidade e veículo de promoção da sua atividade. Porém mais do que produzir energia, a empresa procura gerar valor acrescentado, ou seja, desenvolver soluções para os desafios que a sociedade enfrenta no presente e no futuro.

## CAPÍTULO VI - CONCLUSÕES GERAIS

Após apresentação de todo o processo de investigação surge, por fim a necessidade de completar este estudo com as conclusões gerais. O presente capítulo irá dividir-se em três partes, sendo que a primeira reflete a conclusão da investigação, a segunda apresenta as principais limitações do estudo e por último as sugestões para futuras investigações.

### 6.1. Conclusões

O tema da avaliação financeira dos ativos intangíveis, não tem sido muito abordado pelos investigadores. Dai a relevância na elaboração do estudo, mas principalmente a necessidade de aplicar ferramentas, que permitam a avaliação desses mesmos ativos, o que pode tornar esta temática ainda mais interessante e futuramente possa ser aplicada por outros interessados.

O método mais utilizado para avaliação de empresas, é o dos fluxos de caixa descontados. Este método é bastante aplicado em diversos estudos académicos, pois permite apurar o valor total dos ativos da empresa. Contudo, a marca, estando inserida na categoria dos intangíveis, esta possui benefícios positivos nos fluxos de caixa futuros da empresa. Dai a necessidade de se separar os ativos tangíveis dos intangíveis, sendo nestes últimos onde reside o valor da marca.

A metodologia proposta foi aplicada ao grupo “Galp Energia”, sendo uma empresa portuguesa com mais experiência no sector energético, contando já com três séculos de uma história de sucesso. O grupo “Galp Energia” foi escolhido, tendo por base um conjunto de pressupostos, tais como: o facto de se tratar de uma empresa cotada na *Euronext Lisbon*, a qual pertence ao PSI20, e que se assume como uma marca forte no seu sector de atividade.

Desta forma, o resultado do estudo foi alcançado com sucesso, a avaliação financeira da marca “Galp Energia” realizada através da ferramenta *Scorecard* da Marca foi concluída com êxito, pois os resultados obtidos da empresa foram apurados com maior precisão, sendo esta ferramenta bastante útil para acompanhar desenvolvimento do valor das marcas, nas empresas.

## 6.2.Principais Limitações do Estudo

Porém, e conforme exposto ao longo do estudo, não existem abordagens perfeitas nem métodos isentos de limitações. A escolha do método de avaliação não garante o valor mais correto da empresa, pois o valor obtido nas projeções, varia consoante as premissas elaboradas pelo analista.

A metodologia apenas deverá ser aplicada, a grandes grupos empresariais, cotados na bolsa de valores, na qual não apresentem durante a sua atividade resultados negativos nos fluxos de caixa e incapacidade de honrar passivos e alto endividamento.

## 6.3.Sugestões para Investigações Futuras

Perante os resultados alcançados com o desenvolvimento da presente dissertação, parece evidente que a metodologia *Scorecard* da marca apresenta um potencial ainda por explorar na avaliação financeira de marcas. Assim, como sugestão para futura investigação, recomenda-se a realização de estudos similares com recurso a outros métodos. Sugere-se ainda a aplicação desta mesma metodologia em empresas de diferentes segmentos de mercado, de modo a analisar quais as principais diferenças nos resultados obtidos. Recomenda-se ainda, que, em futuros estudos, sejam desenvolvidos modelos econométricos, de modo a aprofundar esta temática.

Portanto, espera-se que o presente estudo venha a despertar a curiosidade dos investigadores e interessados nesta área. Contudo, parece evidente que este é um campo que possui grande potencial na área da contabilidade, o que poderá ser muito relevante em termos de promoção de futuras investigações.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Aaker, D (1991). *Managing Brand Equity - Capitalizing on the value of a brand name*, New York: The Free Press.

Aaker, D (1998). Marcas: brand equity gerenciando o valor da marca. São Paulo: Negócio, p.314.

Ambler, Tim; Styles, Chris (1997). Brand development vs new product development: towards a process model of extension decisions. *Journal of Product & Brand Management*, vol. 6, n. 1, p. 13-26.

Atilgan, Eda, Aksoy, Safak, Akinci, Serkan (2005). Determinants of the brand equity: a verification approach in the beverage industry in Turkey; *Marketing Intelligence & Planning*, vol.23, nº3, pp. 237-248.

Axelrod, Joel N (1992). "The use of experimental Design in Monitoring Brand Equity. The challenge of brandinf today and in the future." pp. 13-26.

Barbosa, José G.P. e Gomes, Josir S. (2002). Um estudo exploratório de controlo de ativos e recursos intangíveis em empresas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, vol. 6, No 2, p.29-48.

Barwise, P. (1990). Brands as separable assets. *Business Strategy Review*, Oxford, v. 1, Iss. 2, p. 43-59.

Biel, Alexander.L. (1992). "*How Brand Image Drives Brand Equity*"; in *Journal of Advertising Research*; Vol. 32, pp.6-12.

Birkin, Michael J. (1993). Placing a Value upon Trademarks and brand names. *Managing Intellectual Property*, p. 25-31.

Boulton, Richard E. S.; Libert, Barry D.; Samek, Steve M. (2000). *Cracking the Value Code: How Successful Businesses are Creating Wealth in the New Economy*. USA: HarperCollins Publishers.

Castro, Denise M. F. (2010) *Criação de Valor em Fusões e Aquisições*. Dissertação de Mestrado em Administração de Empresas. Universidade de São Paulo – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade.

Chaudhuri, A. e Holbrook, M.B. (2001).||The Chain of Effects from Brand Trust and Brand Affect to Brand Performance: The role of Brand Loyalty||, *Journal of Marketing*, Vol. 65, Nº 2, pp. 81-93.

Chauvin, Keith W.; Hirschey, Mark. (1993). Advertising, R&D Expenditures and the Market Value of the Firm. *Financial Management*, vol. 22, No 4, pp.128-140.

Copeland, T; Koller, T; Murrin, J. (2000). *Avaliação de Empresas: calculando e gerenciando o valor das empresas*. São Paulo: Makron Books.

Damodaran, A. (1997). *Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora Ltda.

Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*, 2ªEd.Canada: John Wiley & Sons,Inc;

Damodaran, A. (2004). *Finanças Corporativas – teoria e prática*, tradução Jorge Ritter. 2. ed – Porto Alegre, Bookmam.

Damodaran, A. (2007). *A avaliação de empresas*; 2ª Edição; São Paulo; Pearson Prentice Hall.

Damodaran, A. (2013). *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2013 Edition*. New York University – Stern School of Business.

Domingos Ferreira (2002). *Fusões aquisições e reestruturação de empresas*. Volume II Lisboa: Silabo Editora.

Farquhar, P. H.; Han, J. Y; Ijiri, Y. (1992). Brands on the balance sheet. *Marketing Management*, v. 1, pp. 16-22.

Feldwick P (1996), "Marketing & brand management, brands and branding, brand equity" *International Journal of Market Research*, Vol. 38, No. 2.

Fernandez, P (2002), "Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten methods and nine Theories", *IESE Business School*, University of Navarra;

Frezatti, Fábio. (1999). A Decomposição do MVA (Market Value Added), na análise de valor da empresa. *Revista de Administração*, São Paulo, V. 34, nº 3, pp. 32-43.

Gil, António Carlos (1988). *Como Elaborar Projetos de Pesquisa*. São Paulo: Editora Atlas.

Gil, António Carlos (1999). *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 5. ed. São Paulo: Editora Atlas.

Guillaume, L. (1998). "Le Capital de Marque. Perspectives et Éléments d'application dans le domain des études Marketing." pp. 129-42.

Hall, R. (1992). The strategic analysis of intangible resources. *Strategic Management Journal*, Vol. 13, n.2, pp.135-144.

Hendriksen, E. e Breda, M. (1999). *Teoria da contabilidade*. 5. ed. São Paulo: Atlas.

Kapferer, Jean-Noel (1997). *Strategic Brand Management: Creating and Sustaining Brand Equity Long Term*, 2ª Ed., Kogan Page.

Kapferer, Jean-Noel (2003). "As Marcas, capital da empresa: criar e desenvolver marcas fortes", 3ª ed. Porto Alegre: Bookman.

Kaplan, S. and Ruback, R. (1995). The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance* 50 (4), 1059-1093.

Kayo, Eduardo K. (2002). A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível intensiva: uma contribuição ao estudo de valorização de empresas. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

Keller, Kevin Lane (1993). “Conceptualizing, Measuring, and Managing Customer-Based Brand Equity”, *Journal of Marketing*, Vol. 57, N° 1, pp. 1-22.

Keller, Kevin Lane. (1998). *Strategic Brand Management: Building, Measuring and Managing Brand Equity*, Pearson Prentice Hall.

Keller, Kevin Lane. (2001). Building Customer-Based Brand Equity, *Marketing Management*, Vol. 10, n. 2, pp. 15-19.

Keller, Kevin Lane. (2003). *Strategic Brand Management: Building, Measuring and Managing Brand Equity*, 2ª ed., Pearson Prentice Hall.

Kerin, R. A. e Sethuraman, R. (1998), “Exploring the brand value-shareholder value nexus for consumer goods companies”, *Journal of the Academy of Marketing Science*, Vol. 26, n°4, pp. 260-273.

Koller, T.; Goedhart, M. and Wessels, D. (2005). *Valuation. Measuring the value of company*, 4ª Ed. Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons.

Lencastre, P. e Pedro, M. (2000), “A Marca”, In C. M. Brito & P. Lencastre (Eds), *Os Horizontes do Marketing*, pp. 61-84. Lisboa: Editorial Verbo.

Lev, B. e Zarowin, P. (2003). “The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them”, in John Hand and Baruch Lev (Eds.) *Intangible Assets: Values, Measures, and Risks*. New York: Oxford University Press, pp. 487-510.

Lopes, I. T. (2013). *A Gestão do Capital Intelectual e dos Intangíveis na Era do Conhecimento*, Lisboa: Escolar Editora.

Martins, A. (2010). *Justo Valor e Imparidade em Ativos Fixos, Tangíveis e Intangíveis: aspetos financeiros, contabilísticos e fiscais*. Coimbra: Edições Almedina.

Martins, Petrônio G (2006). *Administração de materiais e recursos patrimoniais*. 2 Ed. São Paulo.

Martins, E., Soute D. Schvirck E. e Machado M. (2008). Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento. *Revista UnB Contábil*, Volume 11, Nº1-2, Jan. /Dez., pp.1-17.

Milone, Mário C.M. (2004). *Cálculo do valor de ativo intangível: uma metodologia alternativa para a mensuração do valor de marcas*. Tese de Doutorado em Administração. Universidade de São Paulo.

Monroe, K. B & Krishnan, R. (1985). The effect of price on subjective product evaluations. In Jacoby J & Olson (eds.) *Perceived Quality*, Lexington, MA: D.C Heath.

Muller, Aderbal N; Teló, Admir Roque. (2003). Modelo de avaliação de empresas. *Revista da FAE*. Curitiba, v. 6, n. 2, pp. 97-112.

Murphy, John. (1990). Assessing the Value of Brands. *Long Range Planning*, Vol. 23, nº 3, p.23-29.

Neves, J. C. (2007). *Avaliação de empresas e negócios*. Lisboa: McGraw Hill.

Neves, J. C. (2012). *Análise e Relato Financeiro: Uma Visão Integrada de Gestão*; Lisboa; Texto Editores.

Nunes, G; Haigh, D. (2003). *Marca: valor do intangível, medindo e gerenciando seu valor econômico*. São Paulo: Editora Atlas.

Perrier, R.; Trevillion, K. (1999). “*Brand Valuation – A Practical Guide*” in Accountant’s Digest, issue 405, pp. 1-38.

Porter, Michael E. (1998). *Competitive Strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*. USA: Free Press.

Rappaport, Alfred (1998). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. New York: The Free Press.

Reilly, Robert F. (1996). The Valuation of Intangible Assets. *Managing Intellectual Property*, pp.26-29 / 38-40.

Reilly, R. F. e Schweihs, R. P. (1999). *Valuing intangible Assets*, New York: McGraw-Hill.

Rodrigues, J. (2010). *Sistemas de Normalização Contabilística Explicado*. Porto Editora.

Ross, Stephen A. ; Westerfield, Randolph W.; Jordan Bradford D. (2000). *Princípios de Administração Financeira*. Tradução de Andréa Maria Accioly Fonseca Minardi. 2. Ed. São Paulo: Atlas.

Santos, Schmidt, Fernandes e Machado (2007). *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas

Schmidt, P. e Santos, J. (2002). *Avaliação de Activos intangíveis*. São Paulo: Atlas.

Simon, C. J.; Sullivan, M. W. (1993). The measurement and determinants of brand equity: a financial approach. *Marketing Science*, Linthicum, v. 12, n. 1, pp. 25-52.

Srivastava, R.K. e Shocker, A.D. (1991). *Brand Equity: A Perspective on Its Meaning and Measurement*, Report N° 91-124, Marketing Science Institute, Cambridge, MA.

Stewart, G. Bennett. (1999). *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. USA: Harper Business.

Stewart, T. (2001). *The wealth of knowledge: intellectual capital and the twenty-first century organization*. New Work: Doubleday.

Stobart, P. (1994), *Brand Power*. Macmillan, London.

Sveiby, K. (1997). *The New Organizational Wealth: managing and measuring*. San Francisco: Berrett-Koehler Publishers.

Swait, J. (1993). "The equalization price: A measure of consumer perceived Brand equity." *International journal of research in Marketing*. pp. 23-45.

Tavares, F.A.O. (2002). *Avaliação de ações - O modelo do Cash Flow*. Porto: Vida Económica.

Tollington, T. (1999). The brand accounting side-show. *The Journal of Product and Brand Management*, Santa Barbara, Vol. 8, n. 3, pp. 204-217.

Tomiya, E. (2010). *Gestão do valor da marca*. Rio de Janeiro, Senac Rio.

Yoo, Boonghee; Donthu, Naveen; Lee, Naveen (2000). An Examination of Selected Marketing Mix Elements and Brand Equity; *Academy of Marketing Science, Journal; Spring 2000*; Vol. 28,n.2, pp 195-211.

## OUTRAS FONTES DE INFORMAÇÃO

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. (2013). Relatório Anual da Atividade de Supervisão da Análise Financeira. [Internet] Disponível <[http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Em%20Arquivo/Documents/Relat%C3%B3rio%20Anual%20Research\\_2013\\_v1.pdf](http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Em%20Arquivo/Documents/Relat%C3%B3rio%20Anual%20Research_2013_v1.pdf)> [Consultado 20 em Setembro 2014].

Galp Energia (2008-2013). Relatórios & Contas consolidadas. [Internet] Disponível em <[www.galpennergia.com/PT/investidor/Relatorios-e-resultados/relatorios](http://www.galpennergia.com/PT/investidor/Relatorios-e-resultados/relatorios)> [Consultado em 30 de Setembro 2014].

Gu, F. e Lev, B. (2002). “Intangible assets: measurement, drivers, drivers, usefulness”, Disponível em: <http://www.stern.nyu.edu/~blev/>, [Consultado 20 Janeiro 2015].

Haigh, D. (2000). Brand valuation: measuring and leveraging your brand. Disponível em:<[http://www.markenlexikon.com/texte/brandfinance\\_brand\\_valuation\\_leverage\\_may\\_2000.pdf](http://www.markenlexikon.com/texte/brandfinance_brand_valuation_leverage_may_2000.pdf)> [Consultado em 20 de Dezembro de 2014].

Marion, José Carlos (2005). Reflexões sobre ativos intangíveis. Disponível em: <<http://www.marion.pro.br/portal/modules/wfdownloads/visit.php?cid=2&lid=7>>. [Consultado em 27 Setembro de 2014].

Origens e História Galp energia. (2014). [Internet] Disponível em <<http://www.galpennergia.com/PT/agalpennergia/ogrupopaginas/missaoeValores.aspx>> [Consultado 27 de Agosto 2014].

# ANEXOS

## Anexo I – Demonstração de Resultados da “Galp Energia”

	Ano 2008	Ano 2009	Ano 2010	Ano 2011	Ano 2012	Ano 2013
<b>Proveitos operacionais:</b>						
Vendas	14 860 459	11 728 447	13 747 406	16 362 671	18 040 881	19 100 871
Prestação de serviços	225 324	279 898	316 288	441 265	466 156	519 469
Outros proveitos operacionais	102 109	130 034	201 407	183 341	137 035	144 026
<b>Total de proveitos operacionais</b>	<b>15 187 892</b>	<b>12 138 379</b>	<b>14 265 101</b>	<b>16 987 277</b>	<b>18 644 072</b>	<b>19 764 366</b>
<b>Custos operacionais:</b>						
Custo das vendas	13 725 987	10 193 419	11 996 630	14 569 679	16 195 685	17 208 242
Fornecimentos e serviços externos	680 073	750 878	781 052	914 235	990 103	1 069 024
Custos com o pessoal	291 895	338 860	344 370	326 719	337 487	346 677
Amortizações, depreciações e perdas por imparidades de ativos	239 670	296 686	331 204	403 958	426 469	585 262
Provisões e perdas por imparidade de contas a receber	41 842	63 637	83 267	43 914	69 391	54 968
Outros custos operacionais	41 100	36 123	79 480	87 092	83 115	98 940
<b>Total de gastos operacionais</b>	<b>15 020 567</b>	<b>11 679 603</b>	<b>13 616 003</b>	<b>16 345 597</b>	<b>18 102 250</b>	<b>19 363 113</b>
<b>Resultados operacionais:</b>	<b>167 325</b>	<b>458 776</b>	<b>649 098</b>	<b>641 680</b>	<b>541 822</b>	<b>401 253</b>
Proveitos financeiros	12 612	12 884	27 235	20 395	85 198	110 130
Custos financeiros	(63 585)	(87 875)	(113 632)	(140 536)	(149 542)	(255 315)
Ganhos (perdas) cambiais	(8 425)	149	(11 074)	(246)	2 209	(8 790)
Resultados relativos a participações financeiras em empresas associadas e entidades conjuntamente controladas	48 391	68 800	73 834	72 204	81 538	115 656
Rendimentos de instrumentos financeiros	(328)	13	702	(619)	1 326	13 250
Outros proveitos e custos	(1 279)	(1 354)	(1 493)	(1 680)	(1 696)	(1 348)
<b>Resultado antes de impostos: (RAI)</b>	<b>154 711</b>	<b>451 393</b>	<b>624 670</b>	<b>591 198</b>	<b>560 855</b>	<b>374 836</b>
Imposto sobre o rendimento	(32 899)	(98 597)	(166 437)	(149 092)	(170 585)	(135 829)
<b>Resultado antes de interesses que não controlamos:</b>	<b>121 812</b>	<b>352 796</b>	<b>458 233</b>	<b>442 106</b>	<b>390 270</b>	<b>239 007</b>
Resultado afeto aos interesses que não controlamos	(4 841)	(5 524)	(6 423)	(9 424)	(46 970)	(50 346)
<b>Resultado líquido consolidado do exercício</b>	<b>116 971</b>	<b>347 272</b>	<b>451 810</b>	<b>432 682</b>	<b>343 300</b>	<b>188 661</b>

## Anexo II – Demonstração Fluxos de Caixa da “Galp Energia”

	Demonstração Fluxos de Caixa (Método Direto)					
	Ano 2008	Ano 2009	Ano 2010	Ano 2011	Ano 2012	Ano 2013
<b>Atividades operacionais:</b>						
Recebimentos de clientes	15 240 251	12 587 177	13 879 966	16 708 028	20 295 479	20 505 082
Pagamentos a fornecedores	(11 531 403)	(8 028 054)	(9 373 270)	(12 217 358)	(15 512 127)	(14 714 036)
Pagamentos ao pessoal	(198 238)	(260 226)	(234 528)	(239 442)	(236 663)	(234 211)
(Pagamentos) / recebimentos de imposto sobre produtos petrolíferos	(2 388 699)	(2 879 622)	(2 707 359)	(2 400 329)	(1 969 067)	(2 418 105)
(Pagamento) / recebimento do imposto sobre o rendimento	(186 029)	(100 640)	(107 849)	(187 054)	(131 918)	(153 589)
Contribuições para o fundo de pensões	(3 960)	(6 488)	(6 714)	(10 180)	(21 109)	(2 398)
Pagamentos a reformados						
antecipadamente e pré-reformados	(13 845)	(13 772)	(15 158)	(16 214)	(17 648)	(18 666)
Pagamentos de despesas de seguro com os reformados	(10 807)	(9 603)	(10 663)	(11 386)	(11 903)	(11 857)
Outros (pagamentos) / recebimentos relativos à atividade operacional	(439 208)	(546 846)	(705 603)	(592 589)	(2 092 525)	(2 150 845)
<b>Fluxos das atividades operacionais (1)</b>	<b>468 062</b>	<b>741 926</b>	<b>718 822</b>	<b>1 033 476</b>	<b>302 519</b>	<b>801 375</b>
<b>Atividades de investimento:</b>						
<b>Recebimentos provenientes de:</b>						
Participações financeiras	7 777	39 075	3 741	6 718	19 421	129 459
Ativos tangíveis	8 131	9 671	1 318	21 908	1 970	901
Ativos intangíveis	-	-	300	-	429	-
Subsídios de investimento	7 090	24 039	2 078	145	355	550
Juros e proveitos similares	2 650	672	903	2 192	38 119	45 071
Dividendos	46 816	67 726	60 024	64 969	65 262	64 400
Unbundling	-	-	-	-	-	-
Empréstimos concedidos	20 826	2 068	6 214	11 696	5 466	40 125
	<b>93 290</b>	<b>143 251</b>	<b>74 578</b>	<b>107 628</b>	<b>131 022</b>	<b>280 506</b>
<b>Pagamentos respeitantes a:</b>						
Participações financeiras	(543 754)	(3 485)	(98 017)	(31 319)	(183 337)	(215 693)
Ativos tangíveis	(598 701)	(674 567)	(1 281 121)	(1 224 135)	(802 801)	(705 753)
Ativos intangíveis	(54 434)	(36 039)	(75 714)	(66 455)	(48 099)	(52 016)
Empréstimos concedidos	(29 427)	(200)	(5 088)	(3 918)	(932 272)	(1 031)
	<b>(1 226 316)</b>	<b>(714 291)</b>	<b>(1 459 940)</b>	<b>(1 325 827)</b>	<b>(1 966 509)</b>	<b>(974 493)</b>
<b>Fluxos das atividades de investimento (2)</b>	<b>(1 133 026)</b>	<b>(571 040)</b>	<b>(1 385 362)</b>	<b>(1 218 199)</b>	<b>(1 835 487)</b>	<b>(693 987)</b>
<b>Atividades de financiamento:</b>						
<b>Recebimentos provenientes de:</b>						
Empréstimos obtidos	1 435 789	807 612	964 735	1 092 565	2 598 063	2 250 729
Aumentos de capital, prestações suplementares e prémios de emissão	342	-	-	-	3 597 357	-
Juros e proveitos similares	2 860	10 382	1 483	5 378	2 800	2 159
Letras descontadas	10 610	16 063	15 603	22 217	22 051	10 237
	<b>1 449 601</b>	<b>834 057</b>	<b>981 821</b>	<b>1 120 160</b>	<b>6 220 271</b>	<b>2 263 125</b>
<b>Pagamentos respeitantes a:</b>						
Empréstimos obtidos	(690 930)	(556 781)	(163 745)	(420 594)	(2 487 779)	(2 114 094)
Reembolso de empréstimos do BEI no âmbito da operação de unbundling	-	-	-	-	-	-
Juros de empréstimos obtidos	(41 062)	(23 265)	(24 046)	(163 679)	(133 158)	(151 900)
Juros e custos similares	(17 122)	(53 156)	(86 124)	(24 296)	-	-
Dividendos / distribuição de resultados	(264 003)	(193 596)	(166 967)	(118 216)	(269 702)	(221 956)
Reembolso de letras descontadas	(10 818)	(6 767)	(6 858)	(9 453)	(2 361)	(2 004)
Amortizações e juros de contratos de locação financeira	(112)	(137)	(94)	(75)	(27)	(5)
Juros de empréstimos obrigacionistas	(626)	(16 404)	(8)	-	(54 027)	(71 464)
	<b>(1 024 673)</b>	<b>(850 106)</b>	<b>(447 842)</b>	<b>(736 313)</b>	<b>(2 947 054)</b>	<b>(2 561 423)</b>
<b>Fluxos das atividades de financiamento (3)</b>	<b>424 928</b>	<b>(16 049)</b>	<b>533 979</b>	<b>383 847</b>	<b>3 273 217</b>	<b>(298 298)</b>
<b>Varição de caixa (4) = (1) + (2) + (3)</b>	<b>(240 037)</b>	<b>154 837</b>	<b>(132 561)</b>	<b>199 124</b>	<b>1 740 249</b>	<b>(190 910)</b>

### Anexo III - Variações na Demonstração Fluxos de Caixa da “Galp Energia”.

	Variações na Demonstração Fluxos de Caixa				
	Var 2008-2009	Var 2009-2010	Var 2010-2011	Var 2011-2012	Var 2012- 2013
<b>Atividades operacionais:</b>					
Recebimentos de clientes	0,70%	-0,20%	0,30%	-1,20%	0,60%
Pagamentos a fornecedores	-5,50%	1,80%	3,00%	0,80%	-1,90%
Pagamentos ao pessoal	0,41%	-0,20%	-0,13%	-0,15%	-0,01%
(Pagamentos) / recebimentos de imposto sobre produtos petrolíferos	3,83%	-1,79%	-2,59%	-2,52%	1,12%
(Pagamento) / recebimento do imposto sobre o rendimento	-0,21%	-0,01%	0,18%	-0,25%	0,05%
Contribuições para o fundo de pensões	0,02%	-0,01%	0,01%	0,02%	-0,04%
Pagamentos a reformados antecipadamente e pré-reformados	0,01%	0,00%	-0,01%	-0,01%	0,01%
Pagamentos de despesas de seguro com os reformados	0,00%	0,00%	0,00%	-0,01%	0,00%
Outros (pagamentos) / recebimentos relativos à atividade operacional	0,78%	0,37%	-0,78%	3,36%	0,16%
<b>Fluxos das atividades operacionais (1)</b>					
<b>Atividades de investimento:</b>					
<b>Recebimentos provenientes de:</b>					
Participações financeiras	18,96%	-22,28%	1,22%	8,56%	31,40%
Ativos tangíveis	-1,97%	-4,98%	18,63%	-18,90%	-1,18%
Ativos intangíveis	0,00%	0,40%	-0,40%	0,33%	-0,33%
Subsídios de investimento	9,20%	-14,01%	-2,66%	0,14%	-0,07%
Juros e proveitos similares	-2,37%	0,74%	0,83%	27,06%	-13,03%
Dividendos	-2,90%	33,20%	-20,10%	-10,60%	-26,84%
Unbundling	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Empréstimos concedidos	-20,86%	6,89%	2,57%	-6,73%	10,13%
<b>Pagamentos respeitantes a:</b>					
Participações financeiras	-43,81%	6,22%	-4,35%	6,96%	12,78%
Ativos tangíveis	45,60%	-6,60%	4,50%	-51,50%	31,60%
Ativos intangíveis	0,61%	0,14%	-0,18%	-2,56%	2,89%
Empréstimos concedidos	-2,37%	0,32%	-0,05%	47,10%	-47,29%
<b>Fluxos das atividades de investimento (2)</b>					
<b>Atividades de financiamento:</b>					
<b>Recebimentos provenientes de:</b>					
Empréstimos obtidos	-2,25%	1,50%	-0,80%	-55,73%	57,73%
Aumentos de capital, prestações suplementares e prémios de emissão	-0,02%	0,00%	0,00%	57,83%	-57,83%
Juros e proveitos similares	1,04%	-1,09%	0,33%	-0,43%	0,05%
Letras descontadas	1,20%	-0,34%	0,39%	-1,63%	0,10%
<b>Pagamentos respeitantes a:</b>					
Empréstimos obtidos	-1,90%	-28,90%	20,50%	27,30%	-1,86%
Reembolso de empréstimos do BEI no âmbito da operação de unbundling	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Juros de empréstimos obtidos	-1,27%	2,63%	16,83%	-17,68%	1,41%
Juros e custos similares	4,58%	12,95%	-15,90%	-3,30%	0,00%
Dividendos / distribuição de resultados	-3,00%	14,50%	-21,20%	-6,95%	-0,48%
Reembolso de letras descontadas	-0,26%	0,73%	-0,25%	-1,20%	0,00%
Amortizações e juros de contratos de locação financeira	0,01%	0,00%	-0,01%	-0,01%	0,00%
Juros de empréstimos obrigacionistas	1,87%	-1,93%	0,00%	1,83%	0,96%
<b>Fluxos das atividades de financiamento (3)</b>					