

O ANALISTA PRECISA AGUARDAR UM PRONUNCIAMENTO TÉCNICO PARA PREVER O IMPACTO DA NORMA NO VALOR DA EMPRESA? Uma abordagem do Excess Earnings Method na JBS S.A. em face do CPC 29 – Ativos Biológicos

Tiago José Gonzaga Borges
Universidade de Brasília (UnB)
tiagoborges32@gmail.com

David Victor Rocha do Nascimento
Universidade de Brasília (UnB)
davidvictorrocha@gmail.com

Josimar Pires da Silva
Universidade de Brasília (UnB)
josimarctb@gmail.com

Wesley Daniel Barbosa Gonçalves
Universidade Federal de Uberlândia (UFU)
wesleydbg@yahoo.com.br

RESUMO

A capacidade preditiva de um analista para valorar uma empresa é uma ferramenta útil para os usuários da informação. No entanto, futuras alterações normativas, ainda não conhecidas em detalhes, podem modificar o valor das empresas, o que coloca em xeque esta capacidade do analista. Então, esta pesquisa analisou a aplicação do *Excess Earnings Method*, por meio de um estudo de caso, na JBS S.A., em 2009, antes da adoção do pronunciamento de Ativos Biológicos, para testar o questionamento posto. A referida metodologia tem como sustentáculo teórico os estudos de Hitchner (2006) e Pratt (2006) a respeito da técnica de excesso de lucro. Por conseguinte, cumpre-se salientar que ao utilizar a referida métrica o analista poderia influenciar o preço das ações em virtude da divulgação das informações obtidas pela sua aplicação. Assim, os investidores e demais interessados no negócio poderiam ter a sua percepção de expectativa de retorno do investimento incrementada. Nesse sentido, os resultados mostraram que o analista teria condições de estimar um valor próximo do total dos ativos da empresa JBS S.A. mesmo antes do CPC 29 – Ativos Biológicos – inserir o *fair value* como metodologia de mensuração, o que, em princípio, poderia justificar a utilização da referida metodologia para valorar a empresa dentro da circunstância em epígrafe.

Palavras chave: Ativos biológicos; *Excess Earnings Method*; *Valuation*.

1. INTRODUÇÃO

O setor de Carnes e Derivados no Brasil possui atualmente investimentos de grande porte para consolidar e ampliar a sua representatividade no cenário internacional, em função da crescente exportação. A Associação Brasileira das Indústrias Exportadoras de Carnes (ABIEC, 2013) disponibilizou dados que corroboram esta importância no ambiente internacional. O primeiro semestre de 2013 registrou exportações da ordem de US\$ 3.001.690 bilhões. Em comparação ao mesmo período do ano anterior houve um incremento de US\$ 360.395 milhões nas exportações. Além disso, cumpre-se salientar que os últimos anos seguiram a mesma linha de crescimento ora abordada.

Não obstante, segundo o Ministério de Desenvolvimento, Indústria e Comércio (MDIC, 2013) o Brasil é o maior exportador mundial de carne bovina e o segundo maior produtor mundial, apenas atrás dos Estados Unidos da América. Já com relação ao consumo mundial de carne o Brasil ocupa a segunda colocação. É com este pano de fundo que depreende-se a necessidade de se estudar o referido setor com mais proximidade e acurácia, no intuito de clarificar eventuais questionamentos e, mais do que isso, evidenciar panoramas acerca da sua área atuação, inclusive, no que tange ao valor das empresas e seus respectivos desdobramentos.

Na esteira dessas evidências, esta pesquisa tem como foco avaliar a capacidade preditiva de um analista de mercado ao mensurar o valor dos ativos de uma empresa, do setor de carnes e derivados, antes do surgimento de uma norma ou pronunciamento técnico – que possa afetar o valor da empresa – utilizando a metodologia do Excess Earnings Method. Então, toma-se com referência, por meio de um estudo de caso, a empresa JBS S.A., no exercício de 2009, com o objetivo de verificar se de posse de informações constantes nas demonstrações, relatório anual e demais fontes o analista teria condições de estimar o valor total do ativo total da empresa – diante de uma iminente alteração normativa.

O pronunciamento em questão se refere a Ativos Biológicos – CPC 29 – do Comitê de Pronunciamentos Contábeis. A empresa JBS S.A. é a maior companhia de processamento de proteína animal do mundo, está presente em todos os continentes e foi a primeira empresa do setor de carnes, no Brasil, a abrir capital. O seu processo produtivo é desempenhado em 307 unidades fabris em todo o globo e sua força de trabalho conta com aproximadamente 140 mil funcionários. As suas receitas líquidas atingiram a marca de R\$ 76 bilhões em 2012. É com base nestes fatos que se justifica a escolha da referida empresa.

Adicionalmente, o presente estudo pode ser considerado relevante em virtude da busca por uma nova abordagem dentro do ramo de avaliação de empresas ligada a Ativos Biológicos, pois utiliza um método pouco explorado na literatura para um estudo de caso. Ademais, o presente artigo também objetiva abrir espaço para discussão a respeito da metodologia de excesso de lucro como ferramenta para tentar prever o valor das empresas em função, inclusive, do surgimento de normas.

Algumas pesquisas foram realizadas dentro da área temática de ativos biológicos para avaliar seus impactos nas empresas. Dentre esses, Barros et al. (2012) analisaram o impacto do valor justo na mensuração de ativos das empresas listadas na BM&FBovespa no intervalo de

2008 a 2010. Os autores verificaram que a média de valor dos ativos foi crescente no intervalo de tempo objeto de estudo e que houve um forte impacto na evidenciação de informações. Já Filho *et al.* (2012) verificaram o impacto da adoção do valor justo desses ativos no patrimônio líquido e constataram alterações significativas neste grupo. Contudo, não foram abordadas questões ligadas ao valor da empresa e à proposta que ora se pretende realizar. Com efeito, este trabalho inova ao introduzir a metodologia em questão.

O artigo está estruturado no sentido de trazer inicialmente uma abordagem da literatura que versa sobre ativos biológicos e excesso de lucro. Em segundo plano, o desenho metodológico está pautado na estratégia utilizada para atacar o problema da pesquisa e na exposição de pontos importantes como, por exemplo, limitações encontradas na aplicação da metodologia. Em seguida, são abordados os resultados do estudo na empresa JBS S.A. Por fim, as considerações a respeito da capacidade preditiva do analista de mercado ao utilizar o Excess Earnings method na valoração da JBS em 2009.

2. PLATAFORMA TEÓRICA

2.1 Ativos Biológicos – CPC 29 – e o *fair value* como fatores que podem influenciar o valor da empresa

A legislação a respeito do tema ativos biológicos tem como berço o ano de 1998, com a publicação da *Australian Accounting Standards Board (AASB) 1037*, intitulada *self-generating and regenerating assets (SGARAs)* que define, em seu escopo, a amplitude da norma aos ativos de auto-geração ou regeneração que são mantidos com propósitos estéticos, patrimoniais, ecológicos, ambientais ou de criação. Segundo a norma, esses ativos deveriam ser mensurados de acordo com a quantidade esperada a ser recebida pela disponibilização de um SGARA em um mercado ativo, após as deduções dos custos associados à colocação desses ativos à disposição. Assim, trata-se, pela primeira vez, da mensuração de um ativo biológico pelo seu valor negociável de mercado.

No ano seguinte, o IASB divulga um *Exposure Draft* acerca do tema. Posteriormente, em 2000, tornar-se-ia materializada a norma com o advento do *International Accounting Standards (IAS) 41 – Agriculture*, abordando a transformação de ativos biológicos, classificados como plantas vivas e animais, em produção agrícola – resultante de colheita ou abate do ativo. Semelhante à norma australiana, a *International Accounting Standards (IAS)* propõe, como forma de mensuração geral, o reconhecimento do valor justo deduzidos os custos para a venda. Esse pronunciamento transfigura-se como norma no início de 2003.

O Brasil, por sua vez, adotava a Norma Brasileira de Contabilidade Técnica (NBC-T) 10.14 – Entidades Agropecuárias, aprovada pela resolução do Conselho Federal de Contabilidade (CFC) 909/2001. Diferentemente do AASB 1037 e do IAS 41, a NBC-T 10.14 recomendava, como critério de mensuração, o custo histórico dos ativos. Em agosto de 2009, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) recepcionou o IAS 41 e editou o pronunciamento nº 29 – “Ativo biológico e produto agrícola” com o objetivo de estabelecer tratamento contábil e forma

de evidenciação (disclosure) relativa a ativos biológicos – definido pela norma como planta e/ou animal, vivos – e produção agrícola – produto resultante da atividade exploratória existente.

O CPC 29 tomou forma no Brasil a partir de janeiro de 2010 e trouxe consigo o conceito de mensuração pelo valor justo e o reconhecimento das receitas de acordo com o desenvolvimento dos ativos biológicos. Nessa perspectiva, Rech *et al.* (2006, p.6) afirmam que:

O principal efeito da utilização do critério de justo valor diz respeito ao reconhecimento das variações destes ativos na demonstração de resultado do exercício em que elas ocorrerem, conforme determinam os parágrafos 26 a 291. Diferentemente do critério de custo histórico e da realização da receita em que a variação dos ativos só é reconhecida no período em que ocorre a venda ou consumo efetivo dos ativos.

Por conseguinte, nota-se que utilização dessa metodologia – valor justo – na mensuração de ativos biológicos pode influenciar no valor da empresa já que antes do advento do pronunciamento técnico os valores, por exemplo, dos bovinos de uma entidade eram mensurados pelo seu custo histórico. Nesse sentido, antes deste não havia motivos para questionar uma possível alteração de valor da entidade. Entretanto, após a sua aplicação as mudanças no critério de mensuração dos ativos biológicos passaram a ser relevantes para o *Valuation*² da organização.

De acordo com Martins (1999, p. 263) “Ao avaliar uma empresa, objetivamos alcançar o valor justo de mercado, ou seja, aquele que representa, de modo equilibrado, a potencialidade econômica de determina companhia.”. Então, para avaliar uma entidade que possua ativos biológicos é preciso considerar o seu valor justo. Não por coincidência, o *fair value* corrobora a ideia de que a nova maneira de mensurar ativos biológicos precisa ser considerada no que diz respeito à expectativa de valor que a empresa pode vir a ter.

2.2 Método do *Excess Earnings Method*

A abordagem do excesso de fluxo de caixa conhecida também por outras denominações como, por exemplo, “Excess Earnings Method”, “Treasury method,” e “Formula method” teve com foco inicial o objetivo de estimar o valor intangível de cervejarias e destilarias em função da proibição – Lei Seca – instituída em 1920 nos Estados Unidos. Em seguida o método foi publicado por meio do *Appeals and Review Memorandum Number 34* (ARM) e posteriormente atualizado pela instrução da Receita 68-609 (HITCHNER, 2006).

¹ Estes parágrafos estão contidos no *International Accounting Standards* (IAS) 41.

² Segundo Damodaran (2009) o processo de *Valuation* das empresas se remete a questão de atribuir valor justo aos seus ativos.

Levis (2003) apresenta uma outra vertente de aplicação do excesso de lucro ligada a divórcios e afirma que esta é a metodologia mais utilizada no Estado de Colorado – Estados Unidos – para litígios matrimônios. Esta utilização se explica pelo fato de que a partilha de bens, principalmente quando existem empresas a serem abordadas no litígio, precisam considerar valores que não necessariamente estão ligados à materialidade, substância física, dos bens. Logo, as questões ligadas à mensuração do valor intangível se assemelham ao caso das cervejarias.

No tocante à operacionalização do método existem alguns passos importantes a serem seguidos. Segundo Pratt (2006) inicialmente o avaliador deve estimar os ativos tangíveis líquidos da empresa. No entanto, vale destacar que a Instrução da Receita 68-609 não conceituou o que, de fato, seria um ativo tangível líquido. Diante desse cenário, os analistas de mercado chegaram a um consenso de que a definição mais apropriada para ativos tangíveis líquidos seria o padrão de valor justo de mercado menos as obrigações correntes (PRATT, 2006).

Todavia, a estimativa desses ativos a valor justo de mercado enfrenta algumas barreiras com respeito à sua operacionalização. A estimativa do *fair value* de certos ativos tangíveis dentro da organização pode ser bastante demorada, custosa e, por consequência, tornar a aplicação do método inviável. Sob esta ótica, Hitchner (2006, p. 137) menciona a seguinte ideia:

Os valores contábeis de caixa, contas a receber e, em certa medida, os estoques podem servir como bons indicadores de seus respectivos valores de mercado. Já os imóveis e equipamentos podem exigir avaliações independentes uma vez que seus valores contábeis normalmente não estão mensurados a valor justo de mercado. A necessidade de avaliações independentes requer tempo adicional, dinheiro e esforço, tornando-se tentador usar "valores contábeis"³.

Com efeito, a utilização de valores contábeis na aplicação do *excess earnings method* acaba sendo uma saída para os contratemplos evidenciados. Após estimar os ativos tangíveis busca-se a normalização dos fluxos de caixa que a empresa pode obter ao longo da sua trajetória. Para entender a expressão “normalização” devemos analisar a ideia de que os ganhos da empresa devem refletir com uma boa probabilidade os resultados futuros da entidade (PRATT, 2006).

De acordo com Pratt (2006, p. 339) a Instrução da Receita 68-609 também não define especificamente o que seria “*Earnings*”. Então, novamente há um consenso entre os analistas de que a variável mais adequada para descrever o referido termo se remete aos fluxos de caixa. Nesse sentido, o mesmo autor afirma que devem ser utilizados fluxos de caixa líquidos, ou seja, ligados à atividade operacional da empresa. Não obstante, destaque-se que a consideração de fluxos anteriores para predizer um comportamento futuro não podem conter fluxos anormais. Caso isto ocorra é preciso utilizar uma medida de referência mais razoável.

³ The GAAP book values of cash, receivables, and, to some extent, inventories can serve as good proxies for their respective fair market values. Real estate, plant, and equipment may require independent appraisals since their book values are usually not equivalent to FMV. The need for independent appraisals requires additional time, money, and effort, making it tempting to use “book values”.

O terceiro passo está ligado a determinação de uma taxa de retorno para o grupo de ativos líquidos da empresa. Hitchner (2006) observa que é preciso avaliar a capacidade da entidade em levantar fontes de financiamento para fomentar seu grupo de ativos tangíveis líquidos. Logo, a definição da taxa de retorno considera questões referentes ao custo da dívida e ao custo do capital próprio. No entanto, o autor afirma que alguns analistas acreditam que esta não é a melhor representação do que pode ocorrer no futuro e optam por utilizar taxa livre de risco, prêmios de risco das ações e outros fatores de risco específicos.

Após a definição e processamento dos elementos anteriores o analista deve aplicar o percentual da taxa de retorno dos ativos tangíveis líquidos sobre os fluxos de caixa normalizados. Com efeito, obtém-se o lucro econômico sobre o grupo de ativos da entidade. A partir de então, é preciso definir qual é a taxa apropriada de capitalização do excesso de lucro. Todavia, esta é uma das escolhas mais subjetivas dessa metodologia. Isto ocorre pelo fato da expectativa de persistência dos lucros em excesso alterar a taxa de capitalização por conta das estimativas as quais os analistas de mercado consideram mais razoáveis (PRATT, 2006).

Em virtude do problema de definição da taxa citada conter subjetividade, alguns analistas empregam a mesma taxa de retorno justa obtida para os ativos – WACC – no momento de proceder à capitalização. Ao capitalizar o lucro econômico obtém-se o valor presente (VP) do excesso de lucro, supondo-se uma perpetuidade nos fluxos de caixa. Neste momento, o valor estimado para os ativos tangíveis líquidos deve ser somado ao VP do excesso para se chegar ao valor total estimado do ativo da empresa (HITCHNER, 2006).

O último passo a ser considerado faz alusão ao Teste de Razoabilidade que consiste em avaliar a taxa global de retorno promovida pelo investimento realizado na empresa quer seja por meio de capital de terceiros ou por capital próprio. Hitchner (2006, p. 142) afirma que ao dividir o resultado dos lucros normalizados pelo valor estimado do ativo da empresa é possível obter uma medida de desempenho em relação ao que foi investido para que a empresa pudesse dar continuidade às suas operações.

3. DESENHO METODOLÓGICO

A pesquisa tomou como referência a metodologia de estudo de caso para avaliar a capacidade preditiva do analista ao mensurar os ativos da JBS S.A., em 2009, face à adequação ao CPC 29 – Ativos Biológicos. Segundo Smith (2003) o estudo de caso pode ser classificado também como exploratório. Neste cenário, o autor considera que os pesquisadores conduzem uma investigação preliminar sobre como e porque são adotadas práticas particulares. Na esteira desse conceito, a métrica para viabilizar o estudo da referida proposta é o *Excess Earnings Method*.

Não obstante, para verificar os preceitos da métrica citada anteriormente esta pesquisa também pode ser classificada como bibliográfica. Gil (2008) explica que a pesquisa bibliográfica é desenvolvida mediante material já elaborado, principalmente livros e artigos científicos. Todavia, cumpre-se salientar que em função das pesquisas com foco na metodologia ora

estudada, serem essencialmente da literatura estrangeira, tomam como referência apenas as obras de Shannon P. Pratt (2006) e James R. Hitchner (2006) para fundamentar o procedimento – o que de certa forma restringe, mas não desqualifica, a pesquisa bibliográfica realizada neste artigo, para o *valuation*. Nesse sentido, a busca pela literatura existente se ateve às obras disponíveis cujo cunho explicativo se mostrou mais abrangente para realização deste trabalho. Por oportuno, salienta-se que este é um ponto da literatura cujas pesquisas brasileiras não chegaram a abordar.

Já com relação à coleta de dados a fonte utilizada para coletar as demonstrações contábeis e os relatórios anuais foi o próprio sítio eletrônico da JBS S.A. – intervalo de 2009 e 2010. As perspectivas e demais fatos importantes para o mercado do setor de carnes foram retirados da base da ABIEC.

A escolha do ano de 2009 para a pesquisa justifica-se pelo fato deste período ser um momento crítico para adoção do pronunciamento de ativos biológicos. Com efeito, em 2010 a empresa teria de publicar suas demonstrações contábeis comparando com o ano de 2009 – o que evidenciaria o valor ajustado e, por conseguinte, auxiliaria na análise deste estudo de caso. Nesse sentido, o trabalho teve como verificar o incremento no valor total dos ativos da empresa em função da mensuração a valor justo de ativos biológicos. Por oportuno, cabe salientar que a não utilização do valor de mercado da empresa constante na bolsa se deu em função justamente da necessidade de se verificar qual era a alteração de valor de ativos nas demonstrações contábeis – de acordo com o *book value*, indicado por Hitchner (2006) como o meio mais viável para a metodologia do excesso do lucro.

No tocante a aplicação do método, a pesquisa encontrou algumas limitações. A estimativa de lucro para os próximos anos a partir do período objeto do estudo – 2009 – não pôde ser baseada na verificação de uma média dos últimos cinco anos. Isto ocorreu em virtude dos fluxos de caixa serem irregulares⁴. Por conseguinte, admitiu-se que a taxa de crescimento do lucro da empresa estivesse pautada da seguinte forma: crescimento vegetativo de 2%⁵, mais uma expectativa de crescimento no mercado em função de uma política de expansão da empresa de 3% e, por fim, a representatividade do lucro operacional em relação receita operacional líquida de 2009 – 9%. Logo, a estimativa de lucro para os próximos períodos foi de 14%.

A utilização de valores contábeis na aplicação do *Excess Earnings Method* não chegou a ser uma limitação, pois determinar o valor justo de mercado dos ativos seria inviável e até proibitivo para esta pesquisa. Em outra frente de trabalho, para efeito de benefício fiscal da dívida da empresa considerou-se apenas o passivo oneroso da mesma.

Adicionalmente, para o cálculo do *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) procedeu-se um ajuste relacionado a alíquota efetiva do Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social sobre

⁴ Baseado na perspectiva de Pratt (2006, p. 369) no que diz respeito a “[...] nonrecurring income and/or expense items should be eliminated from any historical period that is used for the earnings base for projecting future normalized earnings.”

⁵ Dado retirado do relatório do IBGE Indicadores Sociodemográficos e de Saúde no Brasil 2009. Disponível em <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/populacao/indic_sociosaude/2009/indicsaude.pdf>.

o Lucro Líquido (CSSL) em virtude das aquisições realizadas pela JBS SA. Estas operações geraram impostos diferidos, o que dificultou a análise da alíquota. Então, buscou-se uma média dos últimos cinco anos para compor a alíquota a ser aplicada. Dessa forma, foi apurado um percentual de 34%. Por outro lado, enfatiza-se que para proceder o cálculo da estrutura de capital foi utilizado o valor histórico.

Ainda com relação ao WACC, a fundamentação do cálculo do Custo do Capital próprio (Ke) se baseou em uma taxa livre de risco atrelada ao CDI. Já com relação ao risco de mercado optou-se por utilizar uma média dos últimos 10 anos do índice IBOVESPA. O beta da empresa foi consultado na base dados da Economática® para um prazo de 60 meses.

Por fim, destaca-se que a utilização da taxa de retorno justa para os ativos foi a mesma obtida pelo WACC quando do cálculo do valor presente do excesso de lucro. Na perspectiva de Pratt (2006) esta não seria a melhor aplicação, pois a taxas deveriam ser distintas. No entanto, para fins de adequação prática ao estudo e seguindo a ideia de alguns autores optou-se por utilizar a taxa do WACC também para trazer a valor presente o excesso de lucro.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

A aplicação da metodologia do *excess earnings method* utilizou como premissas básicas para a consecução do objeto deste estudo dados ligados ao custo do capital da JBS. O WACC se remete a taxa retorno justa para os ativos da entidade e a taxa de desconto utilizada no momento de trazer a valor presente o excesso de lucro. A tabela abaixo evidencia estas proposições.

Tabela 1 – Composição do Custo Médio Ponderado de Capital - 2009

JBS S.A.			
Empréstimos e financiamentos	2.214.788	Custo do capital próprio (Ke)	<u>9,94%</u>
Empréstimos e financiamentos LP	<u>3.401.709</u>	<i>R_f</i>	8,50%
Total de Capital de Terceiros (CT)	5.616.497	<i>R_m</i>	10,00%
Despesa financeira	623.783	<i>R_m - R_f</i>	1,50%
		Beta	0,96%
Custo da dívida (Kd)	<u>11%</u>		
[Despesa financeira ÷ Total de CT]		$Ke = R_f + \beta (R_m - R_f)$	
Custo da dívida * (1 - alíquota IR)	<u>7%</u>	WACC = 8,36%	
[Alíquota IR = 34%]		[Kd * % CT + Ke * % PL]	
Alíquota IR		Estrutura de Capital - 2009	
34%		25.761.006	Capital de terceiros 60,63%
		16.728.086	Capital Próprio 39,37%

Fonte: elaboração própria.

O procedimento de cálculo do custo do capital da empresa revelou alguns pontos que merecem destaque, quais sejam: (i) nem todos os valores constantes na conta de resultado líquido financeiro⁶ estavam diretamente ligados ao passivo oneroso da empresa; (ii) a determinação da alíquota efetiva de Imposto de Renda ficou um pouco prejudicada em função das aquisições realizadas pela empresa e seus respectivos impostos diferidos e, por fim, (iii) o Beta⁷ da empresa revelou-se ligeiramente abaixo de um, ou seja, isto denota que o comportamento da ação da empresa praticamente se assemelha ao risco sistemático do mercado.

No que tange a alíquota do IR e CSLL, foi realizada análise dos últimos cinco anos, sendo de 2004 a 2008, com o propósito de evidenciar a alíquota efetiva utilizada pela empresa. Para efeito destes cálculos, foram consideradas as variáveis IR, CSLL e Lucro Antes do Imposto de Renda (LAIR), divulgados nas Demonstrações do Resultado do Exercício. Com base nessas informações, procedeu-se à estimação da alíquota efetiva, para cada período. Por outro lado, foi avaliado o período mencionado com o objetivo de verificar a alíquota média.

O resultado apontou alíquota média de 34%, evidenciando que os ajustes realizados no LALUR, sejam adições ou exclusões, praticamente se anularam, fazendo com que a alíquota efetiva fosse equivalente a alíquota nominal de 34%, sendo: a) Alíquota básica do IR de 15% somada ao adicional de 10% previsto na legislação, e b) Alíquota básica da CSLL de 9%, totalizando 34%.

Além disso, uma análise mais apurada sobre a estrutura de capital da JBS – considerando cinco anos anteriores a 2009 – demonstra que o percentual de Capital de Terceiros, da ordem de 60,63%, corrobora informações externas de que a entidade optou por alavancar a sua estrutura no intuito de fazer aquisições. Nesse sentido, esta opção pode ser considerada, a priori, como apropriada haja vista que o Kd (custo da dívida) líquido de impostos apresenta um percentual inferior em 3% ao custo do Capital Próprio. Isto significa dizer que custo de financiar a empresa com recursos de terceiros é mais barato para entidade.

A segunda tabela evidencia, de maneira sintética, os resultados da aplicação da metodologia do *Excess Earnings Method* na empresa JBS. Inicialmente, vale destacar que a estimativa de lucro para os próximos anos, a partir de 2009, não pôde ser obtida por meio de uma série histórica em função dos fluxos de caixa anormais da empresa. Então, tomadas as medidas especificadas no desenho metodológico o lucro estimado se aproximou de um cenário de mercado mais condizente com o cenário vivido pelo setor em 2009. Os dados apurados na primeira tabela integram os itens três e seis da tabela seguinte.

⁶ Informações retiradas da Nota Explicativa 19 – Relatório Anual JBS S.A.

⁷ Dados extraídos da Economia em 10/09/2013. Se refere ao beta alavancado para 60 meses da JBS.

Tabela 2 - Excess Earnings Method aplicado à entidade em 31/12/2009 (em milhares)

JBS S.A.	
(1) Estimativa do ativo tangível de um negócio ou de um ativo	17.145.356
(2) Estimativa do lucro que será obtido para o ativo ou grupo de ativo	2.400.350
(3) Estimativa de uma taxa de retorno “justa” para os ativos	8,36%
(4) Taxa de retorno justa multiplicada pela estimativa de lucro referente aos ativos tangíveis.	200.612,75
(5) Excesso de Lucro	2.199.737,09
(6) Taxa de desconto	8,36%
(7) Valor presente do excesso (supondo perpetuidade)	26.320.054,11
(8) Adicionar o valor encontrado no item (4) ao valor obtido no item (1).	43.465.410,11
Valor da empresa	43.465.410,11

Fonte: elaboração própria.

Adicionalmente, ao analisar a divisão do excesso de lucro pela taxa de desconto para se encontrar o valor presente do excesso, supondo-se perpetuidade, é possível denominar este resultado como o intangível da empresa. Na esteira deste pensamento, pode-se inferir que parte deste grupo é composto pelo incremento proveniente do valor de ativos biológicos – ocorrido em função da mensuração a valor justo que veio a ser adotada em 2010. Com efeito, o ativo intangível, no contexto ora abordado, assume papel de agregador do excesso de lucro⁸.

O *output*⁹ de dados da tabela anterior denota a capacidade de um analista – desprovido de informações mais específicas sobre os pressupostos de uma nova norma – de estimar qual seria o valor de uma entidade em face de uma alteração de procedimentos relativos a remensurações de ativos biológicos. Sob este prisma, a capacidade preditiva do analista fica mais evidente se analisarmos o total do ativo da empresa JBS em 2009, já ajustado pela demonstração contábil publicada em 2010 – com o resultado obtido na tabela anterior.

⁸ Conceito compilado pelo autor. O mesmo faz referência à capacidade do ativo intangível, na metodologia de excesso de lucro, agrupar valores que não necessariamente atendem aos preceitos básicos de reconhecimento de ativos intangíveis. Contudo, esses valores fazem parte do incremento aos ativos tangíveis líquidos e, por conseguinte, integram o excesso considerado aqui como intangível.

⁹ Resultado da aplicação do método *Excess Earnings Method*.

Tabela 3 – Comparativo – Método aplicado x Valores contábeis do ativos (em milhares)

(1)	Total do Ativo 2009 - Ajustado CPC 29	43.890.434
(2)	Total do Ativo 2009 - Antes do pronunciamento	42.489.092
(1) - (2)	Diferença - Mensuração a valor justo - Ativos Biológicos	1.401.342
(1)	Total do Ativo 2009 - Ajustado CPC 29	43.890.434
(3)	Valor da empresa (EEM)	43.465.410
(1) - (3)	Diferença - Mensuração a valor justo - Ativos Biológicos (-) Valor da empresa (EEM)	425.024

Fonte: elaboração própria.

Por oportuno, cabe salientar que a diferença de ativos biológicos provocada pela mensuração a valor justo perfaz um montante expressivo de quase R\$ 1,5 bilhão. Caso o avaliador tenha condições de mensurar, antes da adoção do CPC, um valor próximo deste montante o ganho informacional que pode ser repassado por este profissional aos seus contratantes e/ou usuários é considerável, haja vista que o preço da ação da empresa pode ser alavancado em função de uma melhor perspectiva do mercado em relação ao desempenho e ao valor da entidade.

No caso da JBS o preço da ação, considerado no fechamento do pregão, em 21/09/2009 era de R\$ 7,5910, ao passo que em 05/01/2010 o preço chegou a R\$ 9,45 por ação. Em princípio, estas informações poderiam estar associadas à relação entre a capacidade preditiva do analista, com respeito ao valor da empresa, antes do CPC, e à recepção do mercado em virtude da expectativa de divulgação destes fatos. Nesse sentido, seria possível cogitar hipótese de que houve uma valorização proveniente do ganho informacional disponibilizado pelo analista.

Face ao exposto, é salutar avaliar que o analista de mercado teve condições estimar, com razoável proximidade, o valor da empresa. A análise da diferença entre o total do ativo de 2009, já ajustado, e valor encontrado ao se utilizar a metodologia do Excess Earnings Method foi de R\$ 425.024 milhões – conforme tabela 3.

Por fim, a análise do teste de razoabilidade, conforme tabela 4, evidenciou uma taxa de capitalização moderada sobre o total de capital investido na empresa.

¹⁰Dados extraídos da base InfoMoney. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/jbsfriboi-jbss3/graficos/desempenho-relativo>>. A data mais antiga disponibilizada pela base foi 21/09/2009.

Tabela 4 - Teste de Razoabilidade - JBS 2009

(1)	Estimativa do lucro que será obtido para o ativo ou grupo de ativo	R\$	2.400.349,84
(2)	Valor da empresa (EEM)	R\$	43.465.410,11
(1) ÷ (2) Taxa de retorno global do investimento			5,52%

Fonte: elaboração própria.

Uma possível justificativa para a questão apresentada anteriormente é que houve várias aquisições realizadas pela organização no período analisado para este estudo. No tocante a esta questão, cumpre-se salientar que os altos investimentos realizados poderiam ter como expectativa maior rentabilidade no longo prazo. Neste caso, o analista poderia proceder algum ajuste no procedimento de aplicação do excess earnings method para refletir a referida perspectiva.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A utilização da metodologia *Excess Earnings Method* para finalidade proposta nesta pesquisa se justifica na medida em que o trabalho do analista de mercado funciona como ferramenta propulsora de ganhos informacionais para os usuários, investidores e demais interessados tomarem decisões de maneira mais eficiente. Dessa forma, o papel deste profissional no mercado tem como uma de suas premissas básicas utilizar a sua capacidade preditiva de Valuation das empresas com base nos mais diversos métodos aplicáveis.

Por conseguinte, ao utilizar a métrica abordada neste estudo o analista poderia influenciar o preço das ações em virtude da divulgação das informações obtidas pela aplicação da abordagem de excesso de lucro. Assim, os investidores e demais interessados no negócio poderiam ter a sua percepção de expectativa de retorno do investimento mais aguçada. Sob este prisma, a organização poderia ter seu valor de mercado inflado em função da precificação prévia de suas ações – tomando como base as informações obtidas por meio do EEM. Nesse sentido, imagina-se que o valor de mercado da JBS S.A. apurado pela bolsa no fim de 2009, 8,6 bilhões, e o valor verificado no fim de 2010, cerca de \$ 10,5 bilhões¹¹, relativos ao balanço adequado ao CPC 29, represente justamente a diferença de valor dos ativos biológicos da empresa, em virtude da mensuração a valor justo.

A título de sugestão para pesquisas futuras indica-se estender o número de empresas e até de setores para verificar o comportamento da amostra em relação à capacidade preditiva do analista para valorar as empresas frente ao surgimento de outros pronunciamentos contábeis. Outro ponto a ser abordado se refere ao tratamento de *goodwill* negativo no processo de aplicação da metodologia do Excess Earnings Method.

Diante das razões expendidas, cumpre-se salientar que a metodologia de excesso de lucro dentre outras funcionalidades como é o caso de divórcios, valoração de intangíveis entre outros é

¹¹ Dado extraído de uma matéria da Folha de São Paulo que teve como fonte a base de dados da Reuters em 22/10/2010. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/848307-sara-lee-conversa-com-jbs-sobre-preco-de-possivel-venda.shtml>>.

eficientemente e aplicável à mensuração do valor da empresa em relação a mudanças de critério na avaliação de ativos biológicos, por exemplo. Em parte, sua utilização é interessante pela flexibilidade do método e pela capacidade de operacionalização por parte dos profissionais do mercado. Por fim, e respondendo à questão motivadora desta pesquisa, considera-se que – mesmo ao analisar as críticas de alguns analistas de mercado no tocante à aplicabilidade do EEM – o método poderia ser mais explorado na literatura brasileira, inclusive, para prever o impacto da alteração de uma norma no valor da empresa. Nesta perspectiva, é possível fazer com que o método em questão possa dar suas contribuições em solo Tupiniquim.

REFERÊNCIAS

ABIEC. Associação Brasileira das Indústrias Exportadoras de Carne, 2013. Disponível em: <<http://www.abiec.com.br/>>. Acesso em 12 set. 2013.

AUSTRALIAN ACCOUNTING STANDARDS BOARD. AASB 141 *Agriculture*. Melbourne Victoria. Austrália. 2005. Disponível em www.aasb.com.au. Acesso em 12 set. 2013.

BRASIL. Ministério de Desenvolvimento, Indústria e Comércio. Disponível em: <<http://www.desenvolvimento.gov.br/sitio/>>. Acesso em 12 set. 2013.

BOVESPA. Estatísticas das aberturas de capital na BOVESPA. Disponível em:<<http://www.bovespa.com.br/Empresas/InstInfoEmpresas/AberturaIPOsRecentes.asp?tit=5#>>. Acesso em 12 set. 2013.

Barros, C. D. C., de Souza, F. J. V., Araújo, A. O., da Silva, J. D. G., & da Silva, M. C. (2013). O IMPACTO DO VALOR JUSTO NA MENSURAÇÃO DOS ATIVOS BIOLÓGICOS NAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&F BOVESPA. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, 17(3), 41-59

BRITO, E. **Um estudo sobre a subjetividade na mensuração do valor justo na atividade da pecuária bovina**. 2010. 109 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de São Paulo, Ribeirão Preto. 2010.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS - CPC. Pronunciamento Técnico CPC 29: ativo e produto agrícola; 07 de agosto de 2009. Disponível em:<<http://www.cpc.org.br/cpc29.pdf>>. Acesso em 12 set. 2013

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. 2ª ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

HITCHNER, James. *Financial Valuation Applications and Models*. 2ª ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2006.

IBGE. **Relatório Estatístico de produção agrícola**, 2013. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br/home/>>. Acesso em: 07/09/2013.

IBGE. **Indicadores Sociodemográficos e de Saúde no Brasil 2009**. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/populacao/indic_sociosaude/2009/indicsaude.pdf>. Acesso em: 07/09/2013.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

INTERNACIONAL ACCOUNTING STANDARD BOARD - IASB. **International Accounting Standard 41: Agriculture**. Disponível em <<http://www.ifrs.org>>. Acesso em 12 set. 2013.

LEVIS, Robert W. *Valuation of Businesses in Colorado Divorces*. **Colo. Law.**, v. 32, p. 73, 2003.

MARTINS, Eliseu. Contabilidade versus fluxo de caixa. **Caderno de Estudos**, n. 20, p. 01-10, 1999.

PRATT, Shanon P. *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. 5ª ed. New York: McGraw-Hill Companies, 2008.

RECH, I. J.; PEREIRA, C. C.; PEREIRA, I. V.; CUNHA, M. F. **IAS 41 – Agriculture: um estudo da aplicação da norma internacional de contabilidade às empresas de pecuária de corte**. Anais do 6º. Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, FEA-USP, São Paulo: 27 e 28 de julho de 2006.

SILVA FILHO, A. C. C., MARTINS, V. G., MACHADO, M. A. V. **Adoção do Valor Justo para os Ativos Biológicos: Análise de sua Relevância e de seus impactos no Patrimônio Líquido** In: 36º Encontro da ANPAD. **Anais...** Rio de Janeiro, 2012

SILVA FILHO, A. C. C., MACHADO, M. R., MACHADO, M. A. V. **Custo Histórico X Valor Justo: Qual Informação é mais Value Relevant na Mensuração dos Ativos Biológicos?** In: 12º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. **Anais...** São Paulo, 2012

ANEXO I



Balanços patrimoniais (Em milhares de reais)

	31.12.10	31.12.09	1.01.09	31.12.10	31.12.09
ATIVO					
CIRCULANTE					
Caixa e equivalentes de caixa (Nota 7)	3.000.64	4.097.02	1.522.97	4.063.83	5.067.53
Contas a receber de clientes (Nota 8)	1.672.72	1.273.37	552.991	3.904.48	3.201.43
Estoques (Nota 9)	1.109.47	758.536	539.510	4.711.93	3.476.64
Impostos a recuperar (Nota 10)	1.088.31	841.306	447.343	1.416.80	1.066.03
Despesas antecipadas	13.844	13.233	1.754	109.140	131.915
Outros ativos circulantes	161.066	296.882	166.275	533.998	810.407
TOTAL DO CIRCULANTE	7.046.07	7.280.36	3.230.84	14.740.20	13.753.96

NÃO CIRCULANTE

Realizável a Longo Prazo					
Créditos com empresas ligadas	-	-	1.700.868	332.679	326.972
Depósitos, cauções e outros	88.208	70.640	16.378	519.643	558.615
Impostos a recuperar (Nota 10)	553.770	550.848	37.632	616.308	615.748
Total do Realizável a Longo Prazo	641.978	621.488	1.754.878	1.468.630	1.501.335
Investimentos em controladas (Nota 12)	9.329.030	7.234.791	4.652.319	-	-
Ativos biológicos (Nota 13)	-	-	-	430.685	249.618
Imobilizado (Nota 14)	7.598.963	7.599.627	1.816.206	15.219.343	15.014.548
Intangível (Nota 15)	11.294.531	11.302.764	962.751	12.667.244	13.366.982
Outros investimentos	10	10	10	3.122	3.984
	28.222.534	26.137.192	7.431.286	28.320.394	28.635.132
TOTAL DO NÃO CIRCULANTE	28.864.512	26.758.680	9.186.164	29.789.024	30.136.467
TOTAL DO ATIVO	35.910.58	34.039.041	12.417.01	44.529.225	43.890.434
	31.12.10	31.12.09	1.01.09	31.12.10	31.12.09
PASSIVO					
CIRCULANTE					
Fornecedores (Nota 16)	566.982	627.542	383.979	2.837.973	2.546.036
Empréstimos e financiamentos (Nota 17)	4.342.593	3.926.390	1.494.690	5.191.248	5.123.099
Obrigações fiscais, trabalhistas e sociais (Nota 20)	375.600	287.082	62.722	1.140.678	721.854
Dividendos declarados	-	122.953	51.127	-	122.953
Débito com terceiros para investimentos (Nota 22)	45.746	431.267	-	45.746	431.267
Outros passivos circulantes	509.482	481.401	76.772	469.437	360.053
TOTAL DO CIRCULANTE	5.840.403	5.876.635	2.069.290	9.685.082	9.305.262
NÃO CIRCULANTE					
Empréstimos e financiamentos (Nota 17)	6.679.915	5.311.023	2.991.344	10.373.479	9.304.014
Debêntures conversíveis (Nota 19)	3.462.212	3.462.212	-	3.462.212	3.462.212
Imposto de renda e contribuição social diferidos (Nota 23)	390.774	344.704	60.827	1.037.892	1.141.278
Provisão para contingências (Nota 21)	136.002	210.088	48.244	322.427	431.249
Débitos com empresas ligadas (Nota 22)	1.532.002	1.106.890	-	-	-
Débito com terceiros para investimentos (Nota 22)	149.964	171.939	210.480	149.964	171.938
Outros passivos não circulantes	124.939	47.919	40.473	803.320	923.960
TOTAL DO NÃO CIRCULANTE	12.475.808	10.654.775	3.351.368	16.149.294	15.434.651
PATRIMÔNIO LÍQUIDO (Nota 24)					
Capital social	18.046.067	16.483.544	4.495.581	18.046.067	16.483.544
Reserva de capital	500.775	714.503	769.463	500.775	714.503
Reserva de reavaliação	106.814	112.352	118.178	106.814	112.352
Reservas de lucros	574.804	810.538	863.238	574.804	810.538
Ajustes de avaliação patrimonial	(1.719)	(914)	(2.920)	(1.719)	(914)
Ajustes acumulados de conversão	(1.632.370)	(612.392)	752.812	(1.632.370)	(612.392)
Atribuído à participação dos acionistas controladores	17.594.371	17.507.631	6.996.352	17.594.371	17.507.631

Participação dos acionistas não controladores	-	-	-	1.100.478	1.642.890
TOTAL DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	17.594.371	17.507.631	6.996.352	18.694.849	19.150.521

ANEXO II



Demonstrações do resultado para os exercícios findos em 31 de dezembro de 2010 e 2009 (Em milhares de reais)

	Controladora		Consolidado	
	2010	2009	2010	2009
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA (Nota 25)	11.770.293	5.148.794	55.055.802	34.905.571
Custo dos produtos vendidos	(9.338.628)	(4.170.692)	(48.296.810)	(31.765.938)
LUCRO BRUTO	2.431.665	978.102	6.758.992	3.139.633
(DESPESAS) RECEITAS OPERACIONAIS				
Administrativas e gerais	(503.405)	(193.241)	(1.650.075)	(705.586)
Com vendas	(995.067)	(486.686)	(2.644.309)	(1.645.854)
Resultado financeiro líquido (Nota 27)	(1.927.045)	(512.603)	(2.220.182)	(578.975)
Resultado de equivalência patrimonial (Nota 12)	827.857	475.514	-	-
Despesas não recorrentes (Nota 28)	(102.607)	-	(233.951)	-
Ganho em compra vantajosa	-	-	(9.463)	185.189
Outras receitas	7.013	3.432	65.288	7.927
	(2.693.254)	(713.584)	(6.692.692)	(2.737.299)
RESULTADO ANTES DA PROVISÃO PARA IMPOSTO DE RENDA E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL (Nota 23)	(261.589)	264.518	66.300	402.334
Imposto de renda e contribuição social do exercício	2.853	3.001	(361.594)	(49.728)
Imposto de renda e contribuição social diferidos	(44.012)	(46.809)	31.294	(132.478)
	(41.159)	(43.808)	(330.300)	(182.206)
LUCRO LÍQUIDO (PREJUÍZO) DO EXERCÍCIO	(302.748)	220.710	(264.000)	220.128
ATRIBUÍDO A:				
Participação dos acionistas controladores			(302.748)	220.710
Participação dos acionistas não controladores			38.748	(582)
			(264.000)	220.128
Resultado básico por lote de mil ações no final do exercício - em reais (Nota 26)	(121,45)	94,99	(121,45)	94,99