



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**ALEXANDRE CONCEIÇÃO RODRIGUES**

**OS ATIVOS INTANGÍVEIS NA INDÚSTRIA  
DE PRIVETY EQUITY E VENTURE CAPITAL**

**SALVADOR**

**2009**

**ALEXANDRE CONCEIÇÃO RODRIGUES**

**OS ATIVOS INTANGÍVEIS NA INDÚSTRIA  
DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL**

Trabalho de conclusão de curso apresentado no curso de graduação de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como requisito à obtenção do grau de bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Ihering Guedes Alcoforado

**SALVADOR**

**2009**

Ficha catalográfica elaborada por Vânia Magalhães CRB5-960

Rodrigues, Alexandre Conceição

R696 Os ativos intangíveis na industria de privety equity e venture capital / Alexandre Conceição Rodrigues. - Salvador, 2009.

49 f. il. ; graf.; quad.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação em Ciências Econômicas)  
Universidade Federal da Bahia, Faculdade de Ciências Econômicas , 2009.

Orientador: Prof. Ihering Guedes Alcoforado.

1. Organização industrial (teoria econômica) 2. Mercado de capitais 3.  
Capital intelectual 4. Capital de risco I. Alcoforado, Ihering Guedes

II. Título

CDD – 332. 0414

ALEXANDRE CONCEIÇÃO RODRIGUES

OS ATIVOS INTANGÍVEIS NA INDÚSTRIA DE PRIVETY EQUITY E VENTURE  
CAPITAL

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como requisito parcial para obtenção de grau de Bacharel em Economia, Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia.

Aprovada em 11 Dezembro de 2009

Banca examinadora

Orientador: \_\_\_\_\_

Prof. Ihering Guedes Alcoforado de Carvalho  
Faculdade de Economia da UFBA

\_\_\_\_\_  
Prof. Henrique Tomé da Costa Mata  
Faculdade de Economia da UFBA

\_\_\_\_\_  
Prof. André Luís Mota dos Santos  
Faculdade de Economia da UFBA

## **AGRADECIMENTOS**

Eu agradeço aos meus pais (Marli e Afrodisio) por terem feito todo esforço e trabalho para me oferecer uma educação qualidade para que eu pudesse chegar até aqui, bem como meus irmãos (Átila e Armando) ,amigos, familiares que me acompanharam nessa jornada e me suportaram em momentos de elevado stress e ao meu chefe que me isentou de alguns dias de trabalho para que eu pudesse me dedicar aos meus estudos e a monografia . Mas acima de tudo eu agradeço aos meus orixás em especial Xangô e Oxalá que me trouxeram toda a espiritualidade necessária para eu poder atingir meus objetivos.

## **LISTA DE ABREVIATURAS**

BSC – Balanced Scorecard

DPI – Direito de Propriedade Intelectual

EVCA – Associação Europeia de Private Equity e Venture Capital

GAAP – Princípios Contábeis Geralmente Aceitos

IASC – Comissão de Normas Internacionais de Contabilidade

PE – Private Equity

P&D – Pesquisa e Desenvolvimento

VC – Venture Capital

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Paradigmas da Sociedade Industria e do Conhecimento	08
Quadro 2 – Diferença entre Ativos Tangíveis e Intangíveis	15
Quadro 3 – Ativos Intangíveis de Sveiby (1998)	16
Quadro 4 – Navegador de Skandia	18

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Exportação de Serviços no Mundo	20
Gráfico 2 – Ciclo de Vida de uma organização x Fundos de PE/ VC	30
Gráfico 3 – Fluxo de Caixa da Organização x Fundos de PE/ VC	32
Gráfico 4 – Relação de Risco x Retorno de Investimentos Disponíveis	33



## RESUMO

O presente trabalho procura demonstrar que os ativos intangíveis podem ser tanto fator de sucesso como de insucesso para empresas demandantes de crédito e para as organizações ofertantes de crédito (Fundos de PE e VC). Fator de sucesso pelo fato de que são os ativos intangíveis como a Inovação, Capital humano, Marcas, Patentes, Direito Autorais, entre outros que trazem a verdadeira vantagem competitiva para as organizações bem como para o fundos de PE e VC pelo fato de que investem em firmas com elevado grau de intangibilidade. Contudo, é também um fator de insucesso pelo fato de que os agentes envolvidos não estão perfeitamente informados acerca dos ativos intangíveis da organização. Por fim, recomenda-se algumas medidas para que estes agentes entrem em condição de equilíbrio.

Palavras-chave: Ativos intangíveis. Fundos de PE (Private Equity) e VC (Venture Capital). Organização Industrial (Teórica Econômica). Capital Intelectual. Mercado de capitais. Capital de Risco.

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>8</b>
<b>2</b>	<b>OS ATIVOS INTANGÍVEIS</b>	<b>11</b>
<b>2.1</b>	<b>NA ECONOMIA: DUAS PERCEPÇÕES DOS ATIVOS INTANGÍVEIS</b>	<b>11</b>
<b>2.1.1</b>	<b>COMMONS: A PERCEPÇÃO DOS ATIVOS INTANGÍVEIS NA TRANSIÇÃO DO FEUDALISMO PARA O CAPITALISMO</b>	<b>11</b>
<b>2.1.2</b>	<b>ADAM SMITH: A PERCEPÇÃO DOS ATIVOS INTANGÍVEIS NO CAPITALISMO MODERNO</b>	<b>13</b>
<b>2.2</b>	<b>NAS FINANÇAS</b>	<b>13</b>
<b>2.2.1</b>	<b>DEFINIÇÃO DOS ATIVOS INTANGÍVEIS</b>	<b>14</b>
<b>2.2.2</b>	<b>CLASSIFICAÇÃO DOS ATIVOS INTANGÍVEIS</b>	<b>16</b>
<b>2.2.3</b>	<b>LOCALIZAÇÃO DOS ATIVOS INTANGÍVEIS</b>	<b>20</b>
<b>3</b>	<b>AS IMPLICAÇÕES DOS ATIVOS INTANGÍVEIS</b>	<b>27</b>
<b>3.1</b>	<b>A INDÚSTRIA PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL</b>	<b>28</b>
<b>3.2</b>	<b>OS ATIVOS INTANGÍVEIS NOS FUNDOS DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL</b>	<b>31</b>
<b>3.3</b>	<b>O ENFRENTAMENTO DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES NOS FUNDOS DE PE/ VC</b>	<b>34</b>
<b>4</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b>	<b>37</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b>	<b>39</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A palavra “intangível”, Segundo, Schmitdt e Santos (2002), vem do latim tangere, que significa “tocar”. Nesta ótica, os bens intangíveis são aqueles que não podem ser tocados, pois não possuem corpo físico – são incorpóreos. Bens estes que estão tendo lugar de destaque na economia baseada no conhecimento<sup>1</sup> no qual traz pressupostos que está alterando a forma como as empresas são organizadas bem como redirecionando o fluxo de investimentos na economia, conseqüentemente as organizações inseridas neste contexto tem o seu valor de mercado superior ao seu valor patrimonial contábil. Isto ocorre devido a informação assimétrica (ou imperfeita) que surge nos mercados quando os compradores e vendedores não estão perfeitamente informados sobre o seu ativo intangível. Já que não se pode verificar a um baixo custo o valor dos referidos ativos. Conseqüentemente, como a informação sobre esse item em seu mercado, possui um alto custo para ser obtida, então surge uma série de problemas. O primeiro é que os vendedores e compradores têm diferentes informações sobre os bens e serviços negociados, as expectativas são divergentes e as transações também dificilmente se efetivam. Esse fato (a assimetria de informações), no qual tem origem nos ativos intangíveis, se constitui como um dos fatores limitadores dos Fundos de *Privety Equity* (PE) e *Venture Capital* (VC) e revela que os ativos intangíveis podem ser tanto fator de sucesso como de insucesso para estes fundos.

---

<sup>1</sup> Diferente da economia da sociedade industrial a nova economia, a “Economia do Conhecimento”, está sendo construída sobre um conjunto de novos paradigmas, o quadro a seguir demonstra de forma sucinta as transformações ocorridas nos paradigmas da sociedade industrial para uma economia baseada no conhecimento, a saber:

<b>SOCIEDADE INDUSTRIAL</b>	<b>SOCIEDADE DO CONHECIMENTO</b>
Ambiente Estável	Ambiente Volátil
Baixa Competitividade	Competição Acirrada
Economia de Escala	Economia de Escopo
Produtos Padronizados	Multivariabilidade de produtos
Verticalidade	Horizontalidade
Funcionários não Qualificados	Funcionários Qualificados

Quadro 1 - Paradigmas da Sociedade Indústria e do Conhecimento

Fonte: MOURA, 2004

Em função do exposto acima, apesar dos ativos intangíveis incrementarem o valor das organizações, os seus resultados ou retornos geralmente são sentidos no Longo Prazo, dificultando os Fundos de Investimentos no momento da avaliação de crédito de avaliar o prazo de retorno, ou seja, as garantias reais. Tendo em mente as dificuldades de visualização dos ativos intangíveis. O trabalho ora apresentado tem como objetivo demonstrar de que os ativos intangíveis podem ser fator de sucesso e insucesso para os Fundos de *Privety Equity* e *Venture Capital*. A compreensão da temática ora apresentada é necessária por parte da sociedade, tanto para os investidores que buscam financiamento, pois os auxiliariam a se prepararem melhor para obter crédito, quanto para as instituições que concedem tal financiamento, que poderão avaliar melhor suas concessões. O que se pretende fazer primeiro é uma introdução mais 3(Três) seções e a conclusão.

Na primeira etapa vai se delinear os ativos intangíveis na perspectiva da economia e das finanças. Na economia vai se aborda os ativos intangíveis através de duas percepções: de Commons (2003) através da obra *Institutional Economics Its Place in Political Economics* e Adam Smith através da obra de Patrizio Bianchi e Sandrine Labory (2004) em *The economic Importance of intangible Assets*. Commons explica sobre as mudanças institucionais que contribuíram para a mudança de percepção do feudalismo para o capitalismo a partir das novas relações que irá identificar os ativos intangíveis. Já em Adam Smith busca-se expor a importância da divisão do trabalho e suas conseqüências (Inovação de máquinas e equipamentos e a exigência de novas habilidades) no processo de acumulação de capital.

Nas finanças, segunda etapa, vai se definir os indicadores intangíveis (ativo não monetário capaz de maximizar o valor de uma organização no LP), além de classificar os ativos intangíveis conforme a visão de autores como Sveiby (1998) e Brooking (1997). Segundo Sveiby(1998) os ativos não-monetários são classificados em competência das pessoa (Capacidade dos funcionários), estrutura interna (Patentes, sistemas organizacionais e cultura) e estrutura externa (Relacionamento com os clientes e fornecedores). Já Brooking (1997) classifica os ativos ocultos de uma organização como ativos de mercado (Marcas e relacionamento com clientes e fornecedores), ativos humanos (Funcionários) e ativos de propriedade intelectual (Patentes e fórmulas). Além disso, vai buscar identificar onde se encontra a

verdadeira fonte riqueza das organizações na economia do conhecimento, pelo fato de que os ativos intangíveis são as principais fontes para a criação de valor e a competitividade das organizações.

Na terceira seção irá tratar acerca das implicações dos ativos intangíveis, em particular o processo de assimetria de informações. Processo este, que tem origem nos ativos intangíveis e contribui para o insucesso dos fundos de Privety Equity e Venture Capital. Posteriormente, irá se caracterizar a indústria de PE e VC no qual são fundos que investem em organizações incipientes, com alto grau de intangibilidade no qual tem apenas a oferecer expectativas de bons resultados no LP. Em seguida, vai se fazer uma conexão destes fundos com os ativos intangíveis como Capital Humano, fornecedores, carteira de cliente, estratégia dentre outros que oferecem um crescimento e retorno mais que a média do mercado para os fundos de PE e VC. Além de um acoplamento do processo de assimetria de informações, no qual é intensificado pelos ativos intangíveis, com os PE e VC que investem em empresas que tem como principal garantia ativos intangíveis.

Na conclusão, os ativos intangíveis serão apresentados como fatores de sucesso como insucesso para os PE e VC. Sucesso pelo fato de ativos como a inovação, capital humano, clientes, marcas e patentes contribuir para o aumento da competitividade das organizações demandantes de crédito e por sua vez dos fundos. Já a assimetria de informações coopera para o insucesso dos fundos em virtude de investidores e proprietários não estarem perfeitamente informados. E sugere-se algumas medidas que cria as condições para o estabelecimento de um equilíbrio entre os agente envolvidos com os ativos intangíveis.

## 2. OS ATIVOS INTANGÍVEIS

### 2.1 NA ECONOMIA: TRÊS PERCEPÇÕES DOS ATIVOS INTANGÍVEIS

#### 2.1.1 Commons: A Percepção Dos Ativos Intangíveis Na Transição Do Feudalismo Para O Capitalismo

Segundo Bianchi (2004), os ativos intangíveis são crédito para futuros benefícios que não possuem uma física ou financeira personificação, tais como inovação, capital humano, capital organizacional e social. Estes ativos não representam um novo fenômeno na economia, o que é novo é a crescente importância destes ativos tem adquirido para explicar a competitividade entre as firmas e as nações, há questionamentos de como estes ativos são mensurados e a confiabilidade de seus indicadores, o que se origina das distintas compreensões da sua natureza.

Para Commons (2003), as revoluções (institucionais) que irão favorecer a base do capitalismo moderno são associadas às alterações na legislação necessárias para se fazer a passagem definitiva do feudalismo ao capitalismo, em especial a mudança de conceito de “Propriedade”, cuja a transição foi bem captada por Commons (2003) quando afirma:

...a propriedade se definia em termos de coisas físicas, concretas, o direito de uma pessoa de possuir para si mesmo uma parcela de terra ou bens móveis. “Propriedade” era a posse exclusiva de objetos físicos para uso pessoal. A definição de propriedade atualmente mudou. Aquilo que é mais essencial à propriedade, nos dias atuais, é o que o homem de negócios considera como sendo um “going business”. Esta é a sua propriedade.

Segundo Commons (2003), “*Going Business*” pode ser entendido através da seguinte exemplificação, a saber: “ ao se vender para um terceiro alguma organização, vinculando nesta venda apenas os itens tangíveis e o capital patrimonial da mesma, não estará vendendo ou negociando o que é de mais precioso da organização, que é o *goodwill*.”. Portanto, podemos inferir que o “*goodwill*” são todos os ativos intangíveis de um organização tais como marcas, patentes, clientes, fornecedores, capital humano entre outros.

No ponto de vista de Commons (2003), para se entender melhor o aparecimento do capitalismo, em contraposição ao sistema feudal, os ativos intangíveis mais importantes são os “direitos aos mercados” e sua comercialização formal, ou, em outras palavras, o “direito a liberdade” (de comercializar). A grande revolução comercial ocorreu com

...a reestruturação do direito comercial na Inglaterra, para permitir que tais “intangíveis”, como o goodwill e outros intangíveis, possam ser negociados como “ativos proprietários”, foi a grande revolução industrial. Ou, dito de outra forma, a modificação na definição de goodwill: de uma “coisa” atrelada à empresa ou ao possuidor, como posse, para uma “coisa” (igualmente incorpórea), mas passível de negociação. Um “direito ao mercado”, em última instância. Commons (2003).

Não é mera coincidência que ,segundo Commons (2003), foi neste mesmo período que foi criado os direitos autorais (*copyright*) e a lei de marcas/ patentes que de certa forma foi um resquício do antigo regime em que patentes foram concebidas para consolidar a indústria.

Dessa forma, percebe-se que com o desenvolvimento das forças produtivas e com a passagem do feudalismo para o capitalismo, que os ativos intangíveis estão adquirindo maior importância na sociedade capitalista, pois segundo Commons o capitalismo se sustenta na propriedade de bens intangíveis como as oportunidades de negócios, *goodwill*, patentes, marcas e *copyright* . São estes ativos intangíveis dentre outros que permitem ao capitalismo desenvolver empreendimentos, adquirir crédito e por fim obter ativos tangíveis, na visão de Commons (2003).

## **2.1.2 Adam Smith: A Percepção Dos Ativos Intangíveis No Capitalismo Moderno**

Adam Smith na obra “As riquezas das nações” relata a importância da divisão do trabalho no processo produtivo de uma unidade fabril, pelo fato de introduzir o capital humano (trabalhador) no desenvolvimento de uma habilidade maior (para execução destas tarefas era exigido um maior nível de conhecimento tanto tácito quanto científico – Capital intelectual) na realização de uma simples tarefa, mesmo que seja repetida, proporcionando elevação na quantidade de produção e, conseqüentemente, a riqueza de uma nação.

Bianchi (2004) argumenta que Smith chama essas inovações, de inovações “secretas”, e alega que as vantagens derivadas destas inovações “secretas” acarretam grandes lucros para as organizações, contudo atrai outras firmas, aumentando a concorrência do mercado, ou seja, estamos diante dos ativos intangíveis Smithianos.

## **2.2 NAS FINANÇAS**

### **2.2.1 Definição Dos Ativos Intangíveis**

Conforme Andersen (1992) ativos intangíveis são de natureza não-física, capaz de produzir benefícios econômicos futuros e se encontram protegidos legalmente. No que tange aos relatórios financeiros, Andersen (1992) definiu os ativos intangíveis de tal forma que sejam suficientemente separáveis para permitir que o seu valor como um negócio possa ser identificado como um ativo. Além disso, a base para a avaliação deve ser definido em detalhe suficiente para que ele possa ser computado consistentemente ao longo do tempo. Quatro categorias mais comuns de ativos intangíveis são sugeridos nesse sentido: Industriais e marcas de serviço, marcas registradas, incluindo nome, logotipo, o dispositivo e a cor bem como o nome da corporação. A propriedade intelectual inclui patentes, direitos autorais, marcas



registradas, tecnologia, know-how, segredos comerciais, concepção dos produtos / estilo, bases de dados, software, assim como desenhos e plantas.

Já a norma internacional de contabilidade IAS 38 (IASB, 1998), define ativos intangíveis<sup>2</sup> como indefinido, ativo não monetário sem substância física apreendido para uso na produção ou fornecimento de bens ou serviços, para arrendamento a outros, ou para suporte administrativo que são (a) controlados por uma empresa como resultado de acontecimentos passados, e (b) a partir do qual são esperados benefícios econômicos futuros que fluam para a empresa.

O Centro de Pesquisa do Leonard N. Stern School of Business, define e classifica os bens intangíveis, em conformidade com a GAAP (Princípios contábeis geralmente aceitos). Em uma definição mais ampla, os intangíveis são fontes prováveis de benefícios econômicos futuros a uma entidade ou a todos os elementos/departamentos pertencentes a uma organização, não sendo monetário e tangível. Em uma definição mais restrita, os bens intangíveis são capazes de benefícios econômicos futuros a uma entidade que tenham sido desenvolvida internamente com custos bem identificáveis, têm um tempo de vida limitado, além de determinar o valor de mercado da entidade, e são detidas ou controladas pela entidade.

Segundo Teece (2000), as principais diferenças entre os ativos intangíveis e os ativos tangíveis são a exclusividade, a velocidade de sua depreciação, os custos de transferência, a facilidade de reconhecimento de oportunidades de transação, a divulgação de seus atributos, a variedade e a extensão e o *enforcement*, ou seja, os direitos de propriedade. A tabela a seguir apresenta como tais quesitos variam conforme a tangibilidade do ativo, a saber:

---

<sup>2</sup> (Tradução nossa)

### Diferenças entre ativos tangíveis e intangíveis

Quesito	Ativos intangíveis	Ativos tangíveis
Exclusividade	Utilização por uma parte não exclui a possibilidade de uso por outra parte	Utilização por uma parte exclui a possibilidade de uso por outra parte.
Depreciação	Não desgasta, mas costuma depreciar rapidamente	Desgasta, podendo depreciar rápida ou lentamente.
Custos de transferência	Difícil de definir	Mais fácil de definir, dependendo dos custos de transporte e outros custos relacionados.
Reconhecimento de oportunidade de transação	Difícil	Fácil.
Divulgação de atributos	Relativamente difícil	Relativamente fácil.
Variedade	Heterogêneos entre si	Homogêneos entre si.
Direitos de propriedade (extensão)	Limitado (e.g., patentes, segredos industriais, marcas)	Ampla e relativamente clara, pelo menos em países desenvolvidos.
Direitos de propriedade (enforcement)	Relativamente difícil	Relativamente fácil.

Quadro 2 – Diferenças entre os Ativos Tangíveis e Intangíveis  
Fonte: Adaptado de TEECE, 2000

A dificuldade de se avaliar os ativos intangíveis é devido à heterogeneidade e a falta de mercado organizado para negociá-los (LITAN; WALLISON, 2003). Não há critérios definidos para que a empresa possa realizar uma avaliação objetiva, verificável por seus investidores. A falta de conhecimento acerca dos ativos intangíveis vem desdobrando as seguintes conseqüências econômicas, a saber:

- Erro de medida das contas Nacionais;
- Volatilidade no preço de ações e ativos financeiros;
- Redução da confiança dos investidores quanto à eficiência do mercado de capitais;
- Alocação ineficiente do capital entre indústrias;
- Alocação ineficiente do capital na empresa;
- Dificuldade em se implantar sistemas tributários justos e eficientes.

A partir das afirmações supracitadas, pode-se inferir que existe certo consenso na economia e nas finanças acerca do benefício e da definição dos ativos intangíveis: Ativos não monetário, não-físicos, mas que são capazes de gerar resultados futuros na Organização. Contudo, na economia os ativos intangíveis são abordados nas relações entre as nações, institucional, ou seja, mais macro, já nas finanças o que nota-se é um abordagem no âmbito da firma/ organizacional.

## 2.2.2 Classificação Dos Ativos Intangíveis

Sveiby et al (1998) classifica os ativos intangíveis da organização em competência do funcionário, estrutura interna e estrutura externa. A competência das pessoas diz respeito à capacidade de o funcionário agir, criando tanto ativos tangíveis quanto intangíveis. A estrutura interna diz respeito as patentes, conceitos, modelos e sistemas administrativos, cultura e espírito organizacional. Juntas a estrutura interna e as pessoas constituem o que conhecemos por Organização. A estrutura externa compreende os relacionamentos com clientes, fornecedores, financiadores, investidores, reputação e imagem da entidade. Seu valor é determinado pelo grau de satisfação com que os relacionamentos se mantêm. O diagrama a seguir apresenta estas 3 (Três) classificações.

Patrimônio Visível (Valor Contábil) Ativos Tangíveis menos a dívida visível	<b>Ativos Intangíveis</b> (Ágio sobre o preço das ações)		
	<b>Estrutura Externa</b>	<b>Estrutura Interna</b>	<b>Competência Individual</b>
	(Marcas, relações com clientes e fornecedores)	(a organização: gerência, estrutural legal, sistemas manuais, atitudes, P&D <i>software</i> )	(Escolaridade e experiência)

Quadro 3 – Ativos Intangíveis de Sveiby

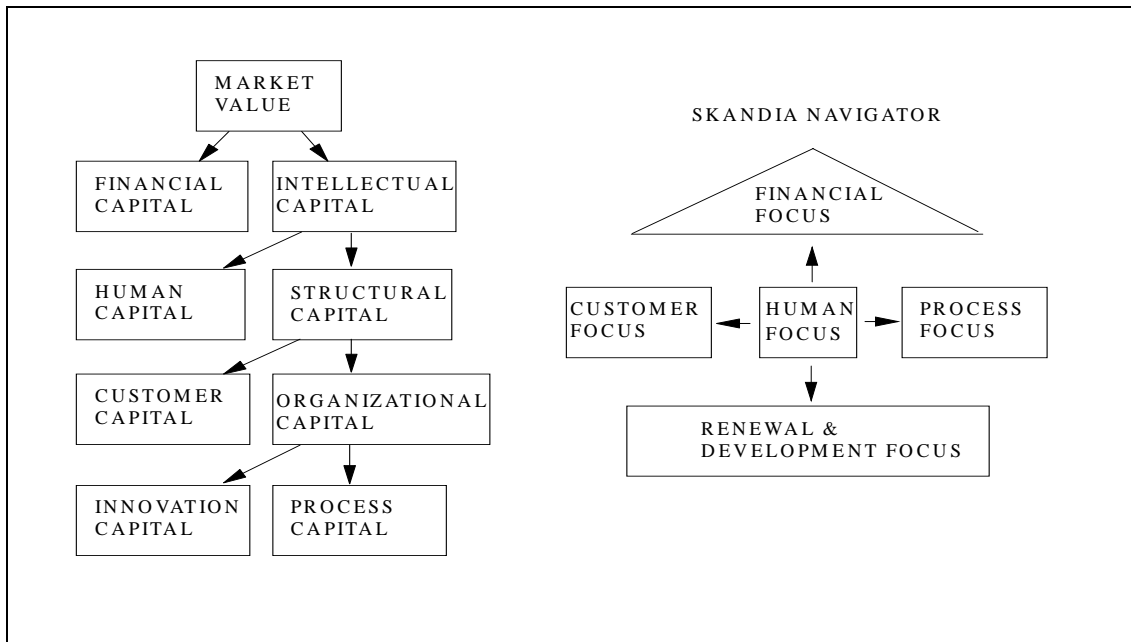
Fonte: SVEIBY, 1998, p.14.

Sveiby (1998) embasa sua argumentação sobre a importância dos ativos intangíveis, na grande diferença existente entre o valor contábil dos livros e o valor das ações das empresas, sendo que essa diferença se deve ao fato que os investidores exageram em suas próprias expectativas de geração de fluxos de caixa futuros, devido à existência dos Ativos Intangíveis. Para Sveiby(1998, p. 9), “as pessoas são os únicos verdadeiros agentes da empresa”, todos os ativos e estruturas – quer tangíveis, quer intangíveis – são resultados das ações humanas, ou seja, do capital humano, capital intelectual.

Edivisson e Malone (1998) complementam a idéia de (SVEIBY et al., 1998) ao externalizarem que o capital intelectual, que Sveiby define como competência dos funcionários, irá não apenas ajudar a empresa a incrementar seu valor sob a ótica de parceiros e investidores, mas mantê-la na rota em direção a seus objetivos estruturais internos e, também, torná-la mais eficiente, lucrativa e competitiva.

Segundo, Eronen (1999) a mais conhecida estrutura de ativos intangíveis é o navegador de Skandia que foi criado em 1994 pelo grupo sueco grupo Skandia, e seu ex-diretor do capital intelectual, Leif Edvinsson. O que levou a Edvinsson a comparar foi que da mesma forma que os homens navegaram o mundo a fora através de terras desconhecidas, as organizações, devido às novas tecnologias necessitam aprender a “navegar” na Economia do Conhecimento. As firmas têm de navegar para buscar cada vez mais novas tecnologias, conhecimentos, ou seja, capital intelectual.

Similarmente a Sveiby(1998), a principal argumentação do navegador de Skandia é a diferença entre os valores das empresas registrados nas Demonstrações Contábeis e os seus reais valores de Mercado. Essa diferença ocorre em razão dos ativos Intangíveis que não são contemplados na contabilidade atual, mas que o mercado reconhece no instante que se faz uma transação ou mensuração do real valor da organização. Portanto, o valor da empresa é constituído pelo capital financeiro e o capital intelectual, essa estrutura será mais elucidativa através do seguinte diagrama:



Quadro 4 – Navegador de Skandia  
Fonte: SKANDIA, 1994

Brooking (1997) divide os ativos intangíveis da seguinte forma, a saber:

**Ativos de Mercado:** São aqueles ativos que proporcionam competitividade ao empreendimento. Pode-se dar como exemplo a Marcas, Nome da empresa Estrutura de logística, Relacionamento (clientes e fornecedores) e carteira de pedidos. No que tange ao relacionamento com os clientes, (Stewart et al., 1998) comenta que uma das essências da organização do conhecimento é tornar os clientes satisfeitos. Isso é vital porque clientes satisfeitos são leais, apresentam maior volume de negócios e são insusceptíveis ao poder de persuasão dos rivais. A satisfação e retenção do cliente bem como o foco no mercado são as forças que impulsionam as organizações que desejam sobreviver e progredir;

**Ativos Humanos:** Enfatiza-se a importância que as pessoas têm na Organização e, a capacidade que tem para transforma esse aprendizado em conhecimento;

**Ativos de Propriedade Intelectual:** Valor gerado na organização pela utilização de um ativo intangível exclusivo, ou seja, protegido por lei. Como exemplos têm as patentes, fórmulas, segredos industriais, entre outros. Ativos estes que dão verdadeira vantagem competitiva, pois, segundo Schumpeter, a

concorrência não se dá apenas através de preços, mas em inovações ou mudanças econômicas, um exemplo seria a concorrência através da diversificação ou ainda da introdução de tecnologias.

**Ativos de Infra-estrutura:** São aqueles provenientes da tecnologia empregada nos processos que fazem funcionar a organização, como filosofia e cultura da organização, base de dados, sistema de informação.

Segundo Porter (1998), mesmo que os gastos nestes ativos intangíveis sejam similares em empresas que se encontram em um mesmo grupo estratégico podem possuir rentabilidades diferentes, em virtude da sua habilidade para organizar operações, desenvolver temas criativos de publicidade, promover inovações tecnológicas. Se tornando em uma vantagem competitiva das organizações no qual possui uma relativa estabilidade. Dessa forma, não é apenas necessário investir nos ativos intangíveis, mas também se faz imprescindível utilizar mecanismos, como o Balanced Scorecard (BSC) de Kaplan e Norton, para que a quantia investida dê retorno.

Apesar das divergências conceituais, que varia conforme a abordagem adotada pelos autores, existe um consenso no que tange a procedência bem como a forma de apresentação dos ativos intangíveis. Dentre as classificações dos ativos “ocultos”, o que mais foi considerado pelos autores foi o CAPITAL HUMANO, em virtude deste indicador ser o principal ativo da organização, na visão dos autores supracitados.

Segundo Antunes (2005), a explicação para o uso alternado de denominações como ativos intangíveis, ativos do conhecimento, capital intelectual, entre outros, ocorre em virtude dos autores usarem recurso, denominação do ponto de vista econômico, e ativo, denominação na ótica da contabilidade para identificar um bem que pode ser tanto tangível como intangível.

### 2.2.3 Localização Dos Ativos Intangíveis

Com o advento da economia do conhecimento é evidente que houve algumas mudanças na base do ativo das empresas, e que a importância dos ativos intangíveis tem aumentado significativamente não apenas por gerar valor na organização, mas também pelo fato de serem responsáveis por intensificar assimetria de informações.

O setor de serviços se destaca como o setor com maior grau de intangibilidade e conseqüentemente de assimetria de informações. As economias nórdicas lideram as exportações de serviços (Setor intensivo em conhecimento) no mundo (Market Share) com destaque para os E.U.A com 17,4% em 2002.

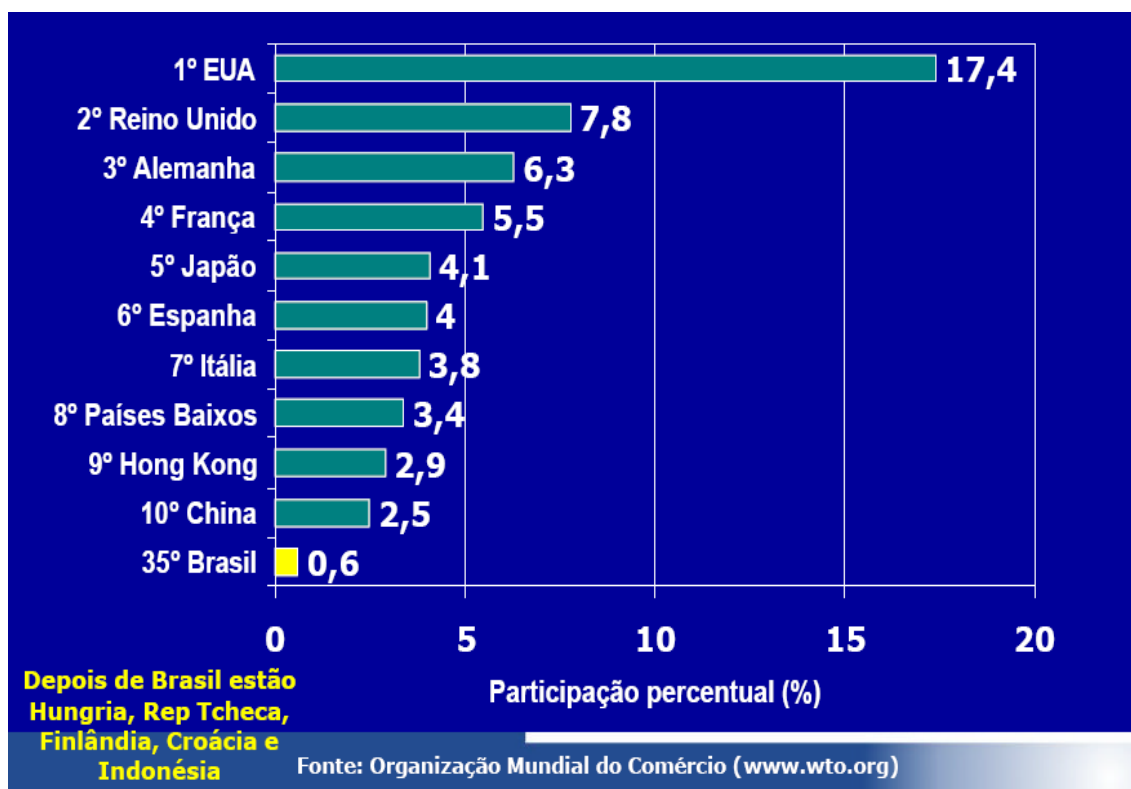


Gráfico 1 – Exportação de Serviços no Mundo  
Fonte: <sup>3</sup> ORGANIZAÇÃO MUNDIAL DE COMÉRCIO, 2002

A economia americana tem uma indústria diversificada, contudo não são os bens manufaturados o maior setor da economia, mas sim o setor de serviços (Intensivo em

<sup>3</sup> Dados disponíveis em: [www.wto.org](http://www.wto.org)

conhecimento) no qual emprega três quartos dos habitantes dos Estados Unidos. Isso nunca aconteceu em nenhuma revolução tecnológica anterior ou anterior paradigma, antes na primeira revolução Industrial bem como na segunda revolução industrial os produtos manufaturados foram o carro-chefe da revolução. Já nesta fase o que se evidencia é a difusão das novas tecnologias de produção, das novas técnicas de gestão a elas associadas e progressiva sofisticação tecnológica dos produtos exigiram a inserção da “inteligência da produção” (a associação do conhecimento científico e do conhecimento tácito), vista como algo indesejável dentro do dogma taylorista até então dominante. Carvalhos (2001) corrobora com tal esclarecimento ao explicar que

....O que estamos assistindo nas economias mais avançadas é o real enfraquecimento dos dogmas tayloristas sobre a fragmentação do trabalho, com as gerências mudando em direção ao seu uso mais abrangente, no qual o conhecimento e a criatividade de uma força de trabalho responsável e cooperativa constituem contribuição bem-vinda na busca de eficiência, qualidade e inovação.

A partir da estrofe supracitada pode-se inferir que há uma perda da importância das habilidades físicas/ manuais e um maior valor as atividades cognitivas e comportamentais. Ao se comparar com os princípios vigentes em outros paradigmas como o fordista/ taylorista o que se evidencia além de uma mudança no perfil do trabalhador é o “Paradoxo da Produtividade”, segundo o autor Andersen e Striukova (2004).

Segundo, Andersen e Striukova (2004) as organizações intensivas em ativos intangíveis são identificadas de acordo com sua posição em termos de 2(duas) dimensões, a saber: A primeira se são incorporados em qualquer das entidades (por exemplo, o capital humano ou de marcas) ou sistemas e estruturas (por exemplo, o capital social, organizacional rotinas ou a estrutura do mercado) e a segunda se são incorporados nos relacionamentos fora do mercado (por exemplo, dentro de hierarquias ou redes) ou nas relações do mercado (por exemplo, com clientes ou consumidores). Dessa forma, a exploração conceitual define a posição de uma empresa de recursos intangíveis em relação aos quatro grandes recursos intangíveis corporativos bases:



- I. Ativos corporativos no mercado relacionados com entidades que proporcionam a empresa vantagens de mercado;
- II. Ativos corporativos no mercado não relacionados com entidades que proporcionam a empresa vantagens não-mercantis;
- III. Ativos corporativos na empresa de relações sistêmicas e estruturais do mercado relacionadas que forneça a empresa vantagens de mercado;
- IV. Ativos corporativos nas firmas sistêmicas e estruturas não-mercantis que forneçam as empresas relações com vantagens não-mercantis.

O capital humano encontra-se nos indivíduo (considerado como fonte de riqueza das organizações) pelo fato de que as qualificações educacionais e profissionais estão centrados no homem. Este tipo de conhecimento é denominado de conhecimento científico que se refere às qualificações educacionais, a estrutura da educação formal que tem a força de trabalho. Isto não prepara o indivíduo para qualquer trabalho em particular. Segundo Hayek (1948), se entende como conhecimento científico “o conhecimento de certas regras gerais: O conhecimento de certas circunstâncias particulares de tempo e lugar.”. O conhecimento científico é que traz vantagem comparativa para cada indivíduo no mercado de trabalho, pois o indivíduo passa a deter informações únicas sobre quais os benefícios podem ser feitos com certos recursos, pois para Hayek (1948),

Conhecer e saber operar uma máquina que não estava sendo adequadamente explorada, ou a habilidade de alguém que poderia ser mais bem aproveitada, ou estar consciente de um excedente de reservas que pode ser usado durante uma interrupção temporária do fornecimento, é tão útil socialmente quanto o conhecendo das melhores técnicas alternativas.

Contudo, a performance dos indivíduos no local de trabalho é definido como o conhecimento tácito ou conhecimento desorganizado na visão de Hayek. Este tipo de conhecimento inclui aptidões como capacidade de abstração e compreensão (isto

é, competências), socialização, atenção e dedicação para realizar um trabalho de qualidade. Sveiby (1998) define as aptidões inerentes aos funcionários de uma organização como “competências dos funcionários – “... è a capacidade da mão-de-obra agir e criar tanto ativos tangíveis como intangíveis.”

O “conhecimento desorganizado”, fonte esta que não é propriedade da firma, apenas do indivíduo que o detêm, pode ser tratado como uma propriedade intelectual no sentido de que é um "bem natural", por natureza, em oposição ao conhecimento explícito (isto é, codificado), portanto não pode ser mercantilizado. Segundo Andersen e Striukova (2004) o aspecto de que o conhecimento tácito não pode ser negociado é um trunfo para a empresa.

O conhecimento tácito pode ser aprendido e compartilhado através da aprendizagem prática/ do dia-a-dia, contudo há controvérsias quanto ao grau em que é possível ser codificado. Nesse sentido, alguns economistas evolucionistas Cowan, David e Correria (2000) argumentam que com o advento das novas tecnologias se tornou mais fácil codificar o conhecimento tácito e exemplificam ao abordar que somente a razão às vezes é tácito, em virtude de ser codificada por seus superiores a seus custos benefícios, enquanto outros (JOHNSON; LORENZ; LUNDVALL, 2002) argumentam que a razão é algo totalmente tácito e não pode ser codificado ,por isso que ele pode muito bem ser o mais importante ativo e fonte de competitividade das empresas) em Andersen e Striukova (2004).

O teórico organizacional, Nonaka (1991, 1994), defendeu que o conhecimento tácito não vale nada a não ser que a empresa forneça subsídios para a sua difusão na organização através do estabelecimento de uma cultura onde os funcionários aprendem uns com os outros (por exemplo, através do aprendizado pela prática) ou ao aproximá-lo de forma explícita (por codificar-lo). Nonaka desenvolveu uma forma de teoria organizacional denominado como o "o conhecimento de criação de empresa" em relação à forma adequada de conhecimentos tácitos e recursos nas empresas em associação com o conhecimento explícito.

Os ativos de infra-estrutura definidos como tecnologias, redes, metodologias e processos que permitem que uma organização funcione. Este ativos estão sendo

aplicados as relações estruturais entre si (isto é, em empresas) e no relacionamento da empresa com o ambiente externo.

A eficiência tácita inter-play entre o ambiente externo/ interno com uma empresa também está baseada no grau de partilha de modelos mentais ou de cognição (DENZAU; NORTE apud NONAKA, 1994). Isso inclui uma concepção das condições internas e externas do ambiente corporativo (por exemplo, processos de decisão interna, o mercado, os produtos, o processo de produção, o panorama tecnológico e competitivo). Modelos mentais são partilhadas também como um trunfo essencial na estratégia corporativa que muitas vezes requerem intuição e sentimentos sobre uma situação. A este respeito, até mesmo computadores com inteligência artificial nunca poderá substituir os seres humanos dentro de organizações, à medida que os computadores não têm conhecimento desorganizado, mas apenas pensamento lógico.

A eficiência da produção não pode ser apenas avaliada a partir da mais eficiente (em termos de preço e quantidade) combinação dos fatores de produção, onde as especificidades da tecnologia e da distribuição social do trabalho são dadas. Para Andersen e Striukova (2004),

...o valor cooperativo é gerado a partir das capacidades tecnológicas e modos de coordenação sociais, embutidos nesses fatores de produção, tanto dos que tomam tempo, esforço e recursos para construir.

As “tecnologias sociais” (as relações dentro da empresa) são organizadas e geridas para atingir objetivos empresariais. As "tecnologias sociais" são grandes ativos para as empresas. Elas oferecem baixo custo de operações e encontram maneiras de obter algo feito de forma eficiente. Ou seja, considerando que o avanço em tecnologias físicas é freqüentemente listado como a principal força motriz das empresas, as "tecnologias sociais" entram quando muda o panorama em que os modos de interação e de coordenação quando chamados para nova tecnologias são levados para uso produtivo.

A tecnologia da informação (*hardware, software*) auxilia, em cooperação com a tecnologia social, a organização na forma de construir e gerenciar redes internas e externas e sistemas no processo de geração de valor, pois o TI se encontra integrado nas práticas empresariais, o que reduz a burocracia e os custos de transação. A TI tem grande importância às informações e os canais de comunicação em que a informação possa fluir são também grandes ativos das empresas.

Andersen e Ludmila (2004) apresentam a concepção de capital social que é constituído de redes e comunidades sociais. Os autores definem uma rede como uma relação formal ou estrutural, considerando que uma comunidade social é um espelho da qualidade desta relação, sob a forma de normas, valores compartilhados e compreensão. A rede tem implicações na criação de valor, pois permitir o acesso às redes estratégicas, e por vezes ao longo do controle, informações, tecnologias e mercados, além oferecer a possibilidade de compartilhar riscos e gerar economias de escala e de escopo. Há também colaborações em investigação e desenvolvimento estratégico, pelo fato das redes oferecerem a possibilidade de compartilhar o conhecimento (tanto o científico quanto o tácito) e facilitar a aprendizagem (por exemplo, através de acordos de licenciamento). Acordos de licenciamento de patentes ou agrupamento são elementos importantes porque fornecem o acesso aos mercados, com isso a empresa poderá economizar por não terem de pagar royalties. Acordos de licenciamento são igualmente importantes para a dinâmica das capacidades das empresas. Outras vantagens potenciais das redes estratégicas incluem a maior abrangência do mercado por meio da coordenação entre as empresas (por exemplo, da distribuição e produção em rede). Isto leva a eficiência das transações.

Outra fonte riqueza das organizações são as marcas no qual são definidas como as que protejam palavras, nomes, símbolos, sons ou cores que distinguir bens e serviços na visão de Andersen e Striukova (2004). As marcas são essenciais para a geração de valor e de obtenção da maior quota de mercado e fidelização. Se marcas ajudam a ganhar quota de mercado através do desenvolvimento de produtos e serviços de alta qualidade ou vendendo uma crença através de onerosos investimentos em uma grande quantia em propaganda, então são enormes ativos de

empresas em termos de geração de fidelização. Por isso, as empresas investem muito para fortalecer suas marcas.

A proteção de certas marcas fornece incentivos econômicos e, portanto, direção de comportamento. O incentivo fundamental é que como uma marca pode ajudar a proteger a empresa contra imitadores, marcas possibilitam incentivos para as empresas investirem no produto ou serviço de qualidade. Contudo, há que seja contra as marcas por serem extremamente influentes por venderem um conjunto de valores, uma filosofia, um caso de amor, uma "religião" ou um sentido da vida (e que isso não tem nada a ver com a racionalidade de qualidade). Assim, usando este argumento, as marcas são de exploração capitalista, e não para a defesa do consumidor.

Na perspectiva de Andersen e Striukova (2004), o Backlog (Contratos futuros) é o montante total das vendas concluídas ou contratos que serão realizados no futuro. Então, se uma empresa tem um contrato o que garante negócios nos próximos dois anos, este é um ativo no qual foi incorporado no mercado. O backlog proporciona oportunidades para o planejamento a longo prazo da produção e distribuição dentro da empresa. A razão é que dá espaço para um melhor gerenciamento de recursos (por exemplo, através da construção de serviços com capacidades específicas) e, com isso, torna a empresa mais eficiente. Além de oferecer oportunidades para a empresa de mobilizar recursos em pesquisa e desenvolvimento, com isso trazer inovações não apenas nos produtos e serviços, mas também organizacionais.

A geração de valor das organizações também reside na exploração no Direito da Propriedade Intelectual (DPI) no qual tem como objetivo proteger conhecimento inerente aos produtos/ processos inovadores, especialmente de patentes e segredos industriais. O DPI é importante porque para proteger o produto desenvolvido pela organização o que garante uma quota do mercado, ou seja, "monopólio". O DPI tem origem no processo de investimento das organizações em P&D/ inovação com intuito de obter vantagens competitivas mesmo que temporário. O que existe em todos os setores da economia é um processo interrupto de introdução e difusão de inovações.

### 3 AS IMPLICAÇÕES DOS ATIVOS INTANGÍVEIS

Os ativos intangíveis geram as informações assimétricas (ou imperfeita), as quais surgem, nos mercados, quando os compradores e vendedores não estão perfeitamente informados sobre a qualidade dos bens e serviços transacionados, isto é, existem problemas provocados por diferenças na informação. Isso ocorre porque alguns mercados são complexos, ou mesmo impossível, verificar, a um baixo custo, o valor de um determinado artigo. Conseqüentemente, como a informação sobre esse item em seu mercado, possui um alto custo para ser obtida, então, é plausível que vendedores e compradores tenham diferentes informações sobre os bens e serviços negociados. Essa assimetria de informação tem um efeito nocivo sobre o custo de capital, o que pode inviabilizar um projeto de algumas organizações dependentes dos fundos de PE/ VC (capital de risco) em que através de uma sociedade entre o fundo e os proprietários da organização busca-se investir e desenvolver a companhia.

Essas informações assimétricas podem gerar falhas de mercado. Em um mundo ideal ou em mercados de concorrência perfeita no qual os agentes têm o mesmo acesso a informação, os bens sobre os quais não se dispõem de informações são menos valorizados.

A existência de informação assimétrica, que justificam muitos arranjos institucionais, pode levar a equilíbrios que possuem graves falhas de eficiência de mercado. Uma forma de falha de mercado decorrente das informações assimétricas é a seleção adversa (adverse selection) que surge quando artigos de qualidade distinta são vendidos a um mesmo preço, pelo fato dos agentes envolvidos não estarem suficientemente informados no que tangencia a qualidade do produto. Em virtude deste processo de seleção adversa é que os fundos tem a difícil tarefa de selecionas bons investimentos e alcançar altos retornos mesmo mergulhados em u meio onde há falhas de mercado.

Os problemas oriundos da informação assimétrica são extremamente nocivo à eficiência dos mercados e em virtude deste fato é que os fundos de PE/ VC antes de

fazer aporte de capital nas companhias costumam realizar uma série de precauções e auditorias ou *Due Diligence* (Auditoria) como forma de atenuar a informação assimétrica.

Na presença dos ativos intangíveis, quando um investidor resolve buscar reduzir as incertezas através de um maior detalhamento do negócio, o investidor se vê em frente a outro problema que se refere a dificuldade de obtenção de informações de quantidade e confiabilidade necessárias para validar sua decisão. Quanto maior o grau de detalhamento feito, maior será o risco das conclusões terem sido baseados em dados não confiáveis ou em número insuficiente de informações, segundo Braga (2007). Assim, o processo de assimetria de informações contribui para o insucesso dos fundos de investimentos.

### 3.1 A INDÚSTRIA *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL*

“Um fundo de investimento é um condomínio que reúne recursos de um conjunto de investidores, com o objetivo de obter ganhos financeiros a partir da aquisição de uma carteira de títulos ou valores mobiliários” (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO – ANBID, 2005). Este tipo de aplicação se constitui em um importante veículo do desenvolvimento, pois os fundos de investimento é um modalidade de investimento com um grande volume de recursos no mercado financeiro, o que promove um maior dinamismo e crescimento da economia, em especial os *Private Equity (PE)* e *Venture Capital (VC)* (capital de risco). Estes fundos se caracterizam por realizar participações em empresas incipientes de elevado potencial de crescimento como o objetivo de estruturá-las e expô-las ao mercado para elevar seu crescimento. A partir deste período, o fundo normalmente deixa de ter participação na firma, ou seja, realiza um processo de desinvestimento (Exit), pois já obteve a rentabilidade pretendida.

Na perspectiva Figueiredo (2002), os PE/ VC são fundos que conectam investidores e organizações com necessidades de financiamento em troca da participação acionária na companhia que recebe o capital. Nesta modalidade de financiamento os

ofertantes de crédito negociam diretamente com as companhias demandante de crédito para definir as condições contratuais do investimento.

A Associação Europeia de *Private Equity* e *Venture Capital* (EVCA, 2005) diferencia essa duas formas de investimento, conforme o estágio que a corporações se encontram. O PE é direcionado a empresas já estabelecidas, de capital fechado com a finalidade de reestruturá-las, otimizando a gestão e se for necessário até mesmo mudar a estratégia da companhia para se obter retornos acima da média do mercado, contudo como “não existe almoço grátis na economia”, este retorno é proporcional ao maior risco (que aumenta em momentos de crise como a do sub-prime), grande número de incertezas e menor liquidez das aplicações de PE/ VC. Já o VC é direcionado para organizações com alto potencial de crescimento e na sua fase inicial, ou seja, na sua fase de criação ou em seus três primeiros estágios de desenvolvimento (concepção, *start-up* e inicial) com o objetivo de estruturá-las e apresentá-las ao mercado para alavancar seu desenvolvimento. Em virtude do alto grau de intangibilidade associado às companhias tanto as indústrias de PE quanto a de VC leva todos os seguintes aspectos como forma de minimizar o risco, grau de incerteza e assimetria de informações entre os demantes e ofertantes de crédito, a saber:

todos os aspectos da operação incluindo a avaliação da companhia, a estruturação do investimento, a definição das características contratuais e o detalhamento de quaisquer questões não usuais são definidas através de negociações diretas entre os tomadores de capital (a companhia ou seus acionistas) e os provedores de capital (os investidores financeiros).” (FIGUEIREDO, 2002).

Na visão de Segundo Figueiredo (2002), uma condição necessária para o investidor aportar capital é de ter um plano para sua saída alguns anos depois. O investidor espera vender sua participação acionária com lucro que proporcione a ele o retorno esperado e somente fará o investimento se houver alta probabilidade de obter este retorno na sua saída alguns anos depois. Em outras palavras uma condição necessária para a entrada do investidor na estrutura acionária é um plano realista para sua saída.



Cabe ressaltar, que tanto o PE quanto o VC se interagem ao longo do ciclo de vida de uma corporação como mostra o gráfico a seguir.

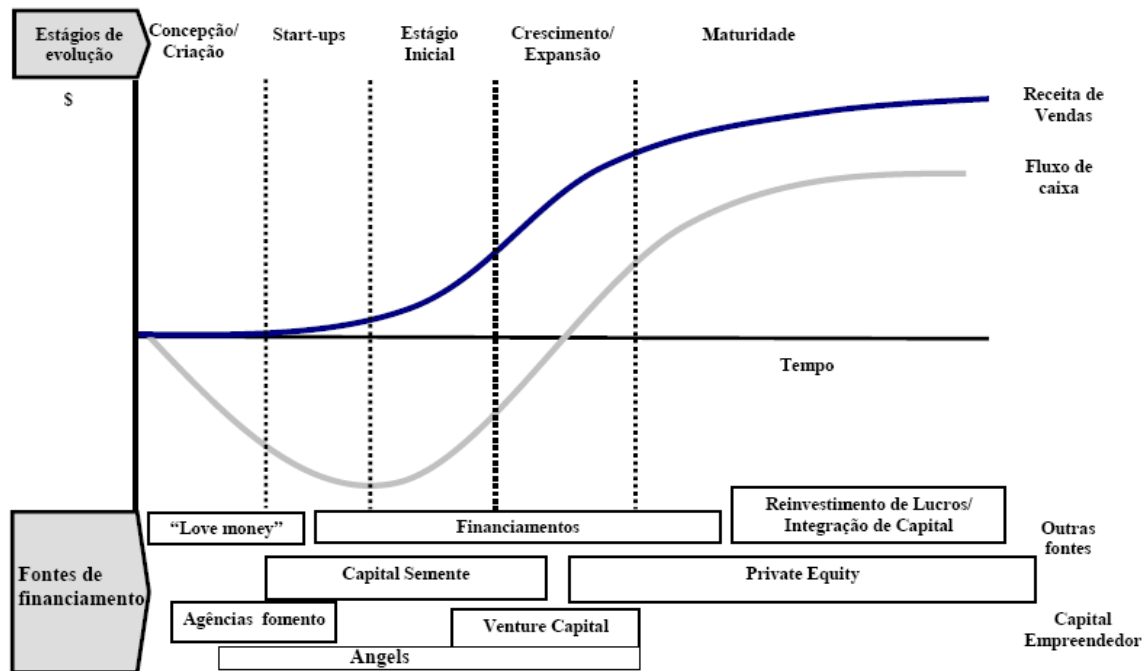


Gráfico 2 – Ciclo de Vida de uma Organização x Fundos de PE/ VC  
Fonte: Braga, 2007

O Gráfico acima além de expor o estágio em que cada modalidade de investimento atua no ciclo de vida da organização no Brasil apresenta também a vinculação destas modalidades de investimento com as receitas futuras e com o fluxo de caixa ao longo de determinado tempo. Na perspectiva de Braga (2007), no Brasil em virtude do conservadorismo e a versão ao risco, ocorre uma movimentação de todas as fontes de investimento para a direita.

Como foi supracitado os PE/ VC são fundos com pouca liquidez e existe alguns fatores limitadores ou seja que contribuem para o possível insucesso dos PE e VC tais como a assimetria de informações pelo fato que os investidores não estão tão bem informados acerca do negócio em si, ou seja, não possui conhecimento tácito, quanto os empreendedores. Além desta há também o fato destes fundos investirem em empreendimentos com alto grau de intangibilidade como P&D e Inovação, aumentando desta forma a relação risco/ retorno, pois não se sabe se este investimento irá trazer o retorno esperado ou não.

### 3.2 OS ATIVOS INTANGÍVEIS NOS FUNDOS *PRIVATE EQUITY* E DE *VENTURE CAPITAL*

Na economia baseada do conhecimento a principal forma de agregar valor as organizações é através de investimentos em ativos intangíveis (capital humano, marcas e patentes, P&D, inovação entre outros) e com isso alcançar retornos mais que a média do mercado. Para que isso seja feito, não basta apenas investir nesta categoria de ativos, em virtude da difícil mensuração e valoração dos ativos intangíveis que causa assimetria de informações. Mas também criar uma série de mecanismos como forma de atenuar os risco e incertezas associados a este ativo.

É aliado a estes mecanismos de redução de incertezas e riscos que os fundos PE e VC investem em ativos intangíveis por entenderem que à medida que os ativos ocultos são adicionados a corporação maior é o valor de mercado da organização e maior a probabilidade de um desinvestimento de sucesso. Assim, os PE e VC ao longo de sua permanência no investimento realizam negociações para reestruturação, planejamentos, mudança de foco do mercado e assessoria para encontrar novos parceiros e clientes.

Na perspectiva da *Private equity* e *venture capital*: US\$ 26,6 Bilhões de Investimentos da GazetaInveste, Marcelo Noll Barbosa, o diretor da AIG, completa estas idéias supracitadas ao relatar que o grande ganho para essas empresas, além do financeiro, é ter o fundo como aliado no momento de redefinir estratégias, mapear o setor, refazer o plano de negócios e estreitar o relacionamento com os bancos, sendo o fundo um agente transformador que mostra como ganhar eficiência tomando as decisões corretas. A meta é sempre transforma empresas de caráter familiar em companhias com grau de governança como as de capital aberto.

A admissão de PE e VC agregam potencial de crescimento a um maior grau de profissionalização, o que eleva o valor de mercado da empresa a outro patamar. Isso significa que o capital humano/ intelectual é a verdadeira chave do sucesso para os altos retornos desta categoria de investimento, já que é este ativo que elabora a estratégias, mecanismos de redução de assimetria, perspectiva de

negócios e metas através do seu conhecimento científico e tácito. Ou seja, é o responsável pela geração de valor dentro da organização.

A afirmação supracitada pode ser corroborada por Barbosa, Presidente da Diagnósticos da América S/A (DASA), que de acordo com a *Private equity e venture capital*: US\$ 26,6 Bilhões de Investimentos da GazetaInveste, no qual recebeu financiamento do Fundo Pátria externalizou que estes fundos trouxeram experiência financeira e alta capacitação em gestão. O conselho, que passou a ter dois integrantes indicados pelo fundo, agregou visão profissional de gestão e boas práticas de administração.

E todas essas mudanças dentro da organização acabam por desencadear um maior valor a corporação e o crescimento do fluxo de caixa da organização conforme o tempo que o fundo esteja associado como apresenta o gráfico a seguir:

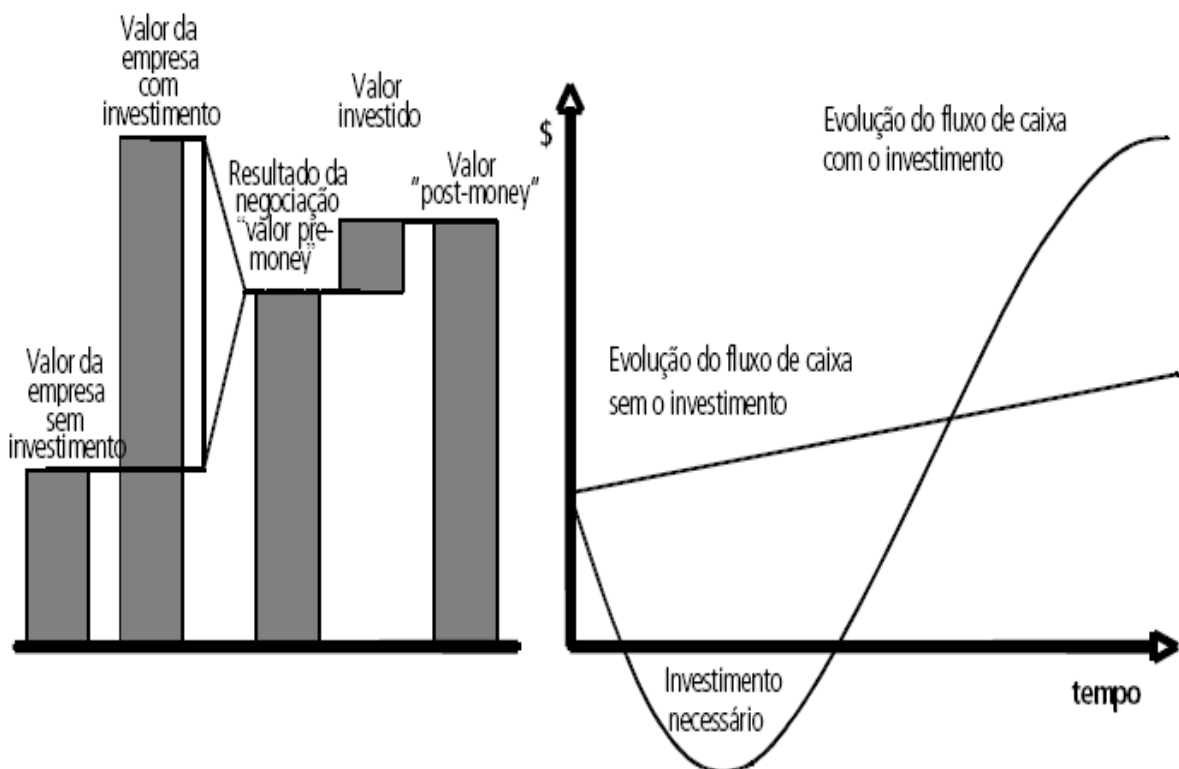


Gráfico 3 – Fluxo de Caixa da Organização x Fundos de PE e VC  
Fonte: RIBEIRO e TIRONI, 2007

Um bom exemplo deste fato foi o que ocorreu com a Spring Wireless, segundo a *Private equity e venture capital*: US\$ 26,6 Bilhões de Investimentos da

GazetaInveste, empresa de tecnologia, no qual recebeu investimento em 2002 e após passar por algumas mudanças internas e ter se fundido com a colombiana Sysgold em 2005 viu seu faturamento de US\$ 500 mil para mais de US\$ 500 milhões em 2008, sendo que a organização é líder no mercado de automação de forças de venda e já recebeu novos investidores estrangeiros em 2008.

A partir deste gráfico pode-se inferir também que quanto maior o investimento em P&D e inovação maior será o fluxo de caixa futuro bem como valor da organização, pois, de acordo com Braga (2007) os investimentos em inovação e P&D são o que apresentam maior risco no mercado e por isso que exigem maior retorno, como apresenta o gráfico a seguir:

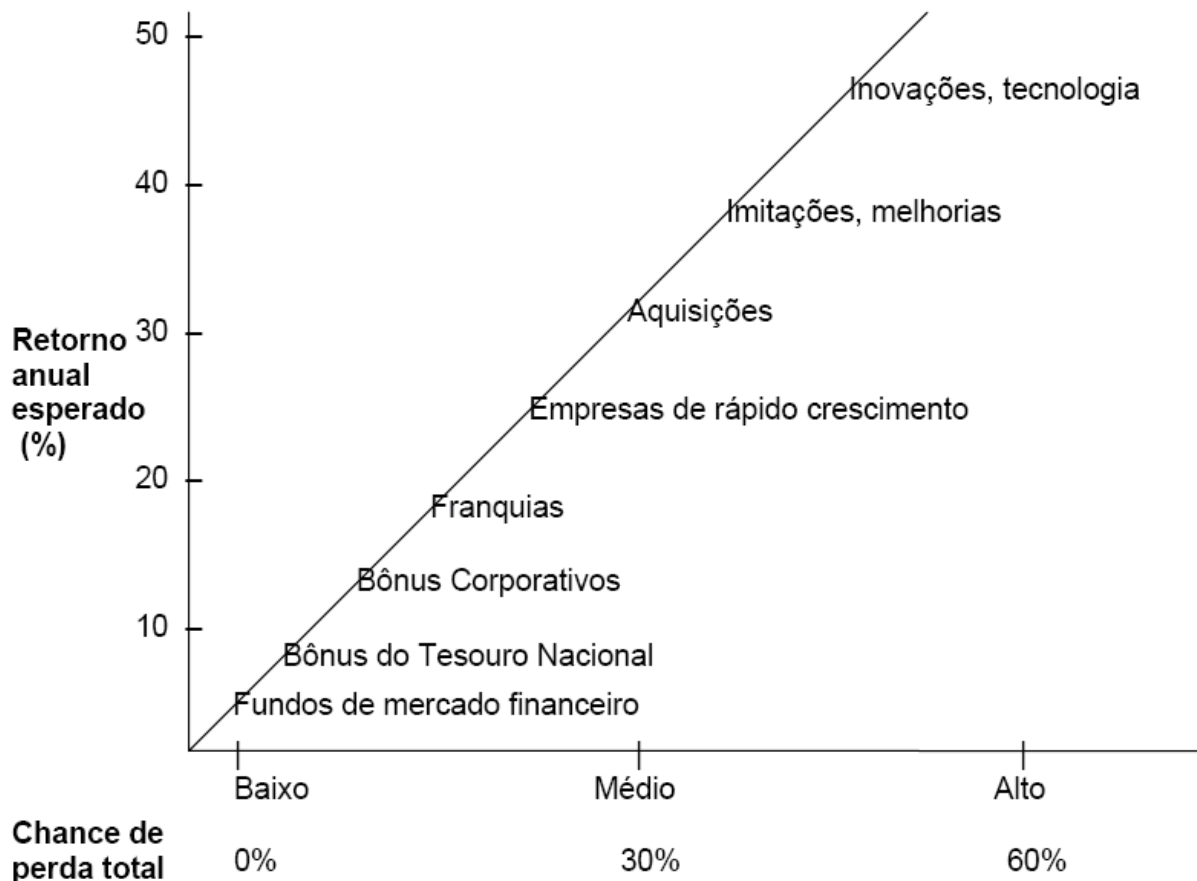


Gráfico 4 – Relação de Risco x Retorno de Investimentos Disponíveis  
Fonte: BRAGA, 2007

Então, a partir dos parágrafos supracitados pode-se deduzir que nos PE e VC os ativos intangíveis são fundamentais para a obtenção de altos retornos e obtenção retornos em relação à média de outros investimentos. Em Particular a inovação e o

capital humano, este detido de conhecimento tanto científico quanto tácito é capaz redefinir estratégias, mapear o setor, refazer planos de negócios e conseguir novos parceiros. Já Inovação é capaz de gerar novos produtos e conquistar novos mercados, com isso aumentar a probabilidade de retornos elevados, apesar do risco.

### 3.3 O ENFRENTAMENTO DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES NOS PE/ VC

O PE e VC é uma modalidade de investimento trabalhosa tanto para tomadores quanto para demandantes de crédito que possibilita alto retorno, mas que esta sujeita a um risco elevado. Por isso, que os investidores levarão em conta todos os riscos associados ao investimento para definir se o retorno esperado será alto. Riscos estes que estão atrelados a assimetria de informações entre os investidores e os proprietários da organização, uma vez que estes possuem mais conhecimento tácito do negócio do que os investidores que apesar de ter experiências em outros investimentos similares não conhece os ativos intangíveis desta organização e suas condições. Antes de sair desta aplicação os investidores irão utilizar todos os recursos e tempo necessário para atenuar assimetria de informações.

Dentre as consequências da assimetria de informações esta a seleção adversa (adverse selection), situação em que os agentes envolvidos na transação não estão perfeitamente informados acerca do valor justo da companhia, uma vez que, se objetiva vender ou negociar o que é de mais valioso da companhia, ou seja, o *goodwill* ou "*Going Bussiness*". Valor este que fica mais difícil de ser definido em momentos de crise como vividos pela economia mundial em 2008 e 2009. Para atenuar a seleção adversa que tem origem na assimetria de informações, segundo Braga (2007), as variáveis observadas no momento da decisão de investimento na perspectiva de Roberts e Barley (2004) são: forma de avaliação das potenciais oportunidades de investimentos; plano de negócio; processo de *due diligence* (Auditoria); processo de decisão de investimento; análise financeira realizada; risco e potencial de saída. Realizando, desta maneira, uma filtragem (o principal realiza

uma ação a fim de conhecer melhor a qualidade ou o tipo do agente) no qual é uma forma de enfraquecer a seleção adversa.

Uma das formas de atenuar a seleção adversa é também o perigo moral (a ação do agente é oculta, ou seja, ocorre quando o principal não pode observar a ação do agente após o contrato) que junto com a *due diligence* (Auditoria) no qual é uma auditoria realizada na empresa que receberá investimento, se busca identificar desvios de condutas dos potenciais sócios. Um bom exemplo foi o seguinte relato dado por Carolina Strobel, gerente jurídica da Intel Capital e responsável por promover e negociar operações de VC e PE da Intel na América Latina, a *Gazeta Investe*, V. 4, n.º 5, Dez. 2008:

Em um caso que acompanhei durante a *due diligence* o investidor descobriu que dois importantes executivos da companhia que receberia o aporte de capital eram amantes e planejavam fugir do país com o dinheiro investido.

Em outro caso relatado por Strobel, “foi que o investidor descobriu que o gestor da empresa tinha sido preso por porte de maconha nos EUA e não podia mais entrar naquele país que era um mercado importante para a empresa”. Nota-se que variáveis relacionadas com o caráter dos indivíduos como a integridade tanto na vida profissional quanto pessoal acaba por comprometer a viabilidade de um financiamento, ou seja, um ativo intangível criando barreiras para o ativo tangível (capital). Com isso, pode-se inferir que este processo de auditoria é de substancial importância para evitar problemas após as assinaturas dos contratos e, deste modo, minimizar a assimetria de informações.

A sinalização (*signaling*) no qual é outra forma de atenuar a seleção adversa é realizada pelos fundos PE e VC que desde o início do investimento sinalizam a saída ou *exit* para não causar nenhum trauma ou ideia de fuga de capital. Esta última etapa do ciclo do investimento é de fundamental importância estratégica para a realização de lucros já que o PE e VC envolvem retorno elevado com um risco elevado. Por isso, é que ao longo do tempo que o fundo mantém participação na organização é realizado sempre investimentos visando uma companhia capaz de se valorizar diante o mercado e o entendimento disto é essencial na contratualização

dos investimentos. Assim os PE e VC se retiram dos seus ativos quando o valor de mercado (que contempla os ativos intangíveis) estiver superior ao do início do investimento, sendo que isso ocorre segundo a *Private equity* e *venture capital*: US\$ 26,6 Bilhões de Investimentos da GazetaInveste, devido às seguintes vantagens proporcionadas pelos PE e VC, a saber:

- Políticas de controle e governança corporativa como diferencial;
- Estabelecimento de missão, visão e valores como perspectivas de negócios;
- Plano de negócios objetivo, com metas quantitativas;
- Profissionalização;
- Compromisso com clientes, com maior produtividade;
- Gestão de Pessoas adotando o regime de meritocracia.

Portanto, estas vantagens que geram uma série de incentivos para a organização demandante de capital atrelado aos interesses de alto retorno dos PE e VC se tornam um conjunto de incentivos para ambos os envolvidos revelarem suas preferências e, desta forma, atenuar a seleção adversa através do desenho de mecanismo (tem como objetivo forma um sistema de incentivos para que o agente e o principal possam revelar suas preferências).

Então, percebe-se que todos estes mecanismos utilizados pelos fundos de PE e VC tornam o processo de seleção adversa ineficiente, cumprindo a árdua tarefa de selecionar bons investimentos e garantir retornos elevados, mesmo estando sobre um ambiente onde existem falhas de mercado.

#### 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir das inferências feitas nas 3(três) seções supracitadas pode-se inferir que o capitalismo contemporâneo está dando maior relevância aos ativos intangíveis dentro da organização tais como: cliente, aprendizado e crescimento, funcionários (Capital Humano) conhecimento tácito ou desorganizado (Capital Intelectual), Backlog (Contratos futuros) e Direito de Propriedade Intelectual (DPI). Relevância esta que está sendo absorvida pela indústria de PE e VC como forma de obter retornos acima da média do mercado e, deste modo, se sobressair em relação a outros veículos de investimentos *Private equity* e *venture capital*: US\$ 26,6 Bilhões de Investimentos da GazetaInveste, David Snow, diretor executivo da PEI Media, relatou que com certeza o PE e VC tem maior rentabilidade que os mercados público de ações. Pode-se dizer que a diferença está entre 10% a 20% , a favor dos fundos. Existe um índice – o *State Street* – de PE, que nós da essa informação e mostra que a rentabilidade é de 13%, 14%, 15% maior nesses fundos.

Conclui-se que os ativos intangíveis apesar de inconfiabilidade e incerteza/ riscos associados a este ativo, os intangíveis são fundamentais para a obtenção de sucesso aos PE e VC, pois são estes ativos o verdadeiro gerador de riqueza dentro da organização, em particular a tecnologia e inovação e o Capital humano, este com o seu conhecimento tácito e científico é quem inova e cria um negócio de sucesso. A inovação e tecnologia são os ativos que dão a verdadeira vantagem competitiva para a organização, pois é com ele que se conquista novos mercados, apesar do elevado risco associado a este ativo, mas quanto maior o risco maior o retorno. Portanto, é investindo em empreendimentos com elevado grau de intangibilidade é que os PE e VC são destaques, contudo necessitam permanecer um extenso tempo nestes ativos visto que os retornos comumente são sentidos no Longo Prazo devido aos ativos intangíveis.

Contudo, apesar de todos os benefícios dos ativos intangíveis que foram discutidos ao longo do trabalho, estes ativos são responsáveis pela informação assimétrica (Imperfeita), que justificam muitos arranjos institucionais, podem levar a equilíbrios



que possuem graves falhas de eficiência de mercado, quando comparados aos equilíbrios auferidos em situações de informação completa. Esta assimetria que tem como consequência a seleção adversa contribui para o insucesso dos PE e VC visto que estes fundos antes de fazer o aporte na organização até a sua saída utiliza diversos mecanismos como a *due diligence* (auditoria) para se atenuar a assimetria de informação entre o investidor e os proprietários da companhia. Portanto, a assimetria acaba por não só contribuir para o insucesso do fundo mais para encarecer o custo do capital, especialmente em momentos de crise em que fica difícil saber o real valor de determinado ativo.

Por isso, a importância dos investidores de conhecer não apenas as demonstrações contábeis, no qual evidenciam apenas ativos tangíveis, mas também os ativos ocultos de uma organização para que a mesma não seja subavaliada, o que afastaria investidores e potenciais credores já que os mesmos não detêm informações suficientes a respeito desta organização. E sugere-se para atenuar o efeito negativo dos ativos intangíveis que os proprietários da organização demandantes de crédito procurem o estilo de intervenção e a cultura organizacional dos fundos de interesse, discorrer com as empresas que o fundo já tem investimento, apresentar números confiáveis, ou seja, ser transparente e contar com a assessoria de um bom advogado especializado. Já para os fundos recomenda-se que observem os relatórios contábeis e que continue com o processo de filtragem para que dessa forma se possa se reduzir a assimetria de informações e, por sua vez, a seleção adversa. Essas medidas irão beneficiar ambos os agentes envolvidos ao enfraquecer as chances de uma parceria frustrante, por evidenciar ainda mais os ativos intangíveis das organizações e dessa forma trazer maior retorno/ resultado para a organização e os fundos de PE e VC.

## REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO - ANBID. **Como Investir**. Disponível em: <<http://www.comoinvestir.com.br/fundos/guia-de-fundos/Paginas/default.aspx>>. Acesso em: 12. out. 2009.

ANTUNES, M.T.P. O capital segundo o entendimento de gestores de empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 7, n.19,2005.

ANDERSEN, A; STRIUKOVA , L. Intangible assets and intellectual capital: where value resides in the modern enterprise. In: CONFERENCE 2004 ON INDUSTRIAL DYNAMICS, INNOVATION AND DEVELOPMENT. **Anais...**

ASSAF, Alexandre Neto. **Mercado financeiro**. 8 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

BARROS, Aidil de Jesus Paes de; LEHFELD, Neide Aparecida de Souza. **Projeto de pesquisa**: propostas metodológicas. 11.ed. Petrópolis: Vozes, 1990.

BIANCH, Patrizio; LABORY, Sandrine. **The economic importance of intangible assets**. London: Ashgate Publishing, 2004.

BROOKIG, Annie. **Intellectual capital**: core asset for the third millennium enterprise. London: International Thomson Business Press, 1996.

BRAGA, João Marcelo Moreira. **Avaliação das empresas de base tecnológica – a indústria de private equity/ venture capital de Minas Gerais**. 2007. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Administração, Universidade Federal do Rio grande do Sul, 2007.

CARVALHO, Carlos Eduardo; OLIVEIRA, Giuliano Contento. **Fragilização de grandes bancos no Início do Plano Real**. Rio de Janeiro: PUCSP, 2001.

CALANOG, Victor; LAUTERBACH, Rainer; KROHMER, Philipp. The bright and dark side of staging: investment performance and the varying motivations of private equity firms. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, 2009.

CENTER PRIVATE EQUITY RESEARCH - CREPES. **Publications**. Disponível em: <<http://www.cepres.com/Publications.aspx>>. Acesso em: 18 out. 2009.

COMMONS, John R. **Institutional economics**: its place in political economy New Jersey: New Brunswick, , 2003. v. 2.

EDVINSSON, L.; MALONE, M. **Capital intelectual**: descobrindo o valor real de sua empresa pela identificação de seus valores internos. São Paulo: Makron Books, 1998.

EUROPEAN EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION - EVCA. **Glossary**. Disponível em: <<http://www.evca.eu/toolbox/glossary.aspx?id=982>>. Acesso: em 12 out. 2009.

ERONEN, Anne, **Classification of intangibles – some comments**. Helsinki: ETLA, 1999. 13 p. (Discussion Papers, n. 687)

FREEMAN, C. **The economics of Industrial innovation**. London: Penguin, 1974.

FERREIRA, Pedro Cavalcante; ELLERY Jr., Roberto. Crescimento econômico, retornos crescentes e concorrência monopolista. **Revista de Economia Política**, v. 16, n. 2, abr./ Jun., 1996.

FIGUEIREDO, João Noveia de. Investimentos de private equity no brasil: visão teórica, situação atual e implicações para o crescimento desta classe de ativos. In : ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2, 2002, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, 2002.

GIL, Antonio C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 1999.

HAYEK, F. A. **Individualism and economic order**. Chicago: University Chicago Press, 1948.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE - IASC. **International Accounting Standards 38**. United Kingdom, 1998.

KAPLAN, NORTON. **A estratégia em ação: balanced scorecard**. São Paulo: Atlas, 1996.

KALLAS, D. **Balanced scorecard: aplicação e impactos um estudo com jogos de empresas**. Dissertação (mestrado em administração) - FEA/ USP. São Paulo, 2003.

KROHMER, Philipp. **The liquidation dilemma of money losing investments – the impact of investment experience and window dressing of private equity and venture capital funds**. Disponível em: <[http://www.cepres.com/Downloads/Publications/Cepres\\_working%20Paper\\_Liquidation%20Dilemma.pdf](http://www.cepres.com/Downloads/Publications/Cepres_working%20Paper_Liquidation%20Dilemma.pdf)>. Acesso em: 18 out. 2009.

LIMA, Rosa. **Metodologias de avaliação disponíveis não captam a complexidade dos bens não-físicos**. Dissertação (mestrado em arquitetura) – Coppe/UFRJ. Disponível em: <[http://www.arquitetura.com.br/artigos/ativos\\_intangiveis.htm](http://www.arquitetura.com.br/artigos/ativos_intangiveis.htm)>. Acesso em: 1 maio 2008.

LITAN, R.; Wallison, P. **Beyond the GAAP**. Regulation, 2003.

NONAKA, I. The dynamic theory of organizational knowledge creation. **Organization Science**, v. 5, n.1, Feb. 1994.

ORGANIZAÇÃO MUNDIAL DE COMÉRCIO. **Resources**.2002. Disponível em:< [www.wto.org](http://www.wto.org) >. Acesso em: 12 Dez. 2008.

PINDAYKY, Robert S.; RUBINFELD, Danieal L. **Microeconomia**. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

PRIVATE equity e venture capital: US\$ 26,6 bilhões de Investimentos. **GazetaInveste**, v 4, n. 5, dez.2008.

PORTER, M. **A estratégia competitiva**.17 ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1989.

ROYER, J. A. B.**Valorização dos ativos intangíveis na obtenção de recursos em instituições financeiras**. 2002.Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2002.

SCHWARTZMAN, S. **Pesquisa acadêmica, pesquisa básica e pesquisa aplicada em duas comunidades científicas**. 1979. Disponível em: <[http://www.schwartzman.org.br/simon/acad\\_ap.htm](http://www.schwartzman.org.br/simon/acad_ap.htm)>. Acesso em: 03 set. 2007.

STEWART, T. **Capital intelectual: a nova vantagem competitiva das empresas**. 4 ed. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

SHUMPETER, **Princípios de economia**. São Paulo: Nova Cultural, 1996. (Coleção os economistas).

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

SCHMIDT, Paulo et. al. Evidenciação de ativos intangíveis: Uma forma de minimizar os problemas causados pela seleção adversa. In: ENCONTRO DA ANAPAD, 29, 2005, Brasília. **Anais...** Brasília: ANAPAD, 2005

TEECE, David J. **Managing intellectual capital: organizacional, strategic and policy dimensions**. New York: Oxford University Press, 2000.

VERGARA, Silva Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2000.

VARIAN, Hal. **Microeconomia: princípios básicos**. Rio de Janeiro: Campus, 1977.