

A presença de intangíveis e a fusão de empresas de capital fechado

The presence of intangible in merger of privately held companies

ZIN, Roque A. [1](#)

Recibido: 15/12/16 • Aprobado: 15/01/2017

Conteúdo

- [1. Introdução](#)
- [2. Criação de Valor em Fusões e Aquisições \(F&A\)](#)
- [3. Metodologia](#)
- [4. Análise dos Dados](#)
- [5. Análise dos resultados](#)
- [6. Considerações Finais](#)

Referências

RESUMO:

O presente trabalho preenche uma lacuna na literatura que se refere a avaliação de intangíveis em empresas de capital fechado. A partir da fusão de cinco empresas pequenas e médias, pertencentes do mesmo segmento econômico o trabalho investiga como os ativos intangíveis se revelaram na avaliação. O trabalho iniciou com entrevistas junto aos gestores sobre o processo de fusão e como foram estabelecidos os valores das empresas. A partir da valoração foi investigado como os intangíveis podiam ter influenciado na avaliação. A primeira etapa foi estabelecer um escore de intangíveis com base nas informações coletadas. Em seguida foi calculado o coeficiente q de Tobin que é reconhecido como um indicador de intangibilidade. Os resultados mostram que apesar das empresas apresentarem características distintas, e mesmo que os intangíveis não tenham sido avaliados, eles acabaram se revelando no processo de avaliação utilizado pelas empresas para realizar a fusão.

Palavras chaves: Fusão; intangíveis; q de Tobin; Capital fechado;

ABSTRACT:

This paper fills a gap in the literature that refers to valuing intangible in private companies. From the merger of five small and medium enterprises, belonging to the same economic sector work investigates how intangible assets are shown in the evaluation. The work began with interviews with the managers about the merger and how the values of the companies were established. From the valuation was investigated as intangible could have influenced the assessment. The first step was to establish a score of intangibles based on the information collected. Then we calculated the *Tobin's q* that is recognized as an indicator of intangibility. The findings show that although companies present different characteristics, and even if the intangible not been evaluated, they turned out to be in the evaluation process used by companies to carry out the merger.

Keywords: Merger; intangible; *Tobin's q*; Unlisted;

1. Introdução

A avaliação dos intangíveis das empresas de capital aberto é um tema controverso mesmo com todas as informações disponibilizadas nos relatórios publicados. Esse trabalho se torna mais difícil quando se trata de empresas de capital fechado. Mesmo assim, o valor dos intangíveis deve aparecer em algum momento. Esse trabalho propõe estudar a relação entre os ativos intangíveis e a avaliação de empresas de capital fechado. Para isso estudou a fusão de cinco empresas de capital fechado que deram origem a uma nova empresa. O objetivo foi verificar como os ativos intangíveis se refletiram na avaliação dentro do processo de fusão. Para tanto, foram entrevistados os executivos que participaram do processo de fusão, levantadas informações sobre as características das empresas que pudessem indicar à existência de intangíveis e analisadas as demonstrações contábeis. Com base nesses dados foi calculado um escore de intangíveis. O resultado foi comparado com o índice de intangibilidade calculado pelo *q de Tobin*.

Em levantamento sobre a publicação de artigos na área de finanças, Leal, Almeida e Bortolon (2013) verificam que o tema fusões possuem poucos artigos publicados porque muitas operações envolvem empresas sem ações em bolsa de valores dificultando o acesso aos dados. Isso revela um descolamento da realidade brasileira. Esse artigo preenche parte dessa lacuna estudando um evento ocorrido em empresas de capital fechado.

Entre os vários motivos para a ocorrência de um processo de fusão, está o de criar valor com as sinergias criadas pela nova empresa. Embora não seja fácil medir a origem da criação de valor, Puranam e Srikanth (2007) colocam que as fusões e aquisições podem facilitar a realocação de ativos e dessa forma obter vantagens econômicas.

A ocorrência de fusão gera dúvidas sobre como as empresas foram avaliadas. Conforme Lev (2003) a diferença de desempenho entre empresas semelhantes pode ser decorrente dos ativos intangíveis, o que não é de fácil verificação, sendo que os estudos geram resultados contraditórios.

Villalonga (2004) encontra uma relação positiva, enquanto que Morbey e Reitner (1990) encontram relação negativa. De acordo com Lev (2003) as demonstrações contábeis não mostram os intangíveis, mas o mercado reconhece a sua existência, por isso uma das formas de serem observados está na relação entre valor de mercado e valor contábil da empresa. Quanto maior o índice, maior será a utilização de intangíveis.

O objetivo deste estudo foi verificar como os ativos intangíveis se revelaram na avaliação de cinco empresas de capital fechado que fizeram uma reavaliação dos ativos e depois a fusão numa nova empresa.

Este artigo está dividido da seguinte forma, depois dessa introdução foi feita a revisão da literatura sobre a criação de valor no processo de fusão e intangíveis, em seguida é descrita a metodologia com a literatura que serviu para o desenvolvimento dos indicadores. Seguem os dados e sua análise e a conclusão onde são sugeridos novos estudos.

2. Criação de Valor em Fusões e Aquisições (F&A)

A criação de valor num processo de fusão e aquisição, a partir de agora (F&A) é motivo de amplo debate entre os pesquisadores devido as divergências de resultados nas evidências empíricas. O debate se torna acirrado, conforme Seth (1990), pela dificuldade de mensurar o valor da combinação de empresas assim como de explicar como e porque ocorre a criação de valor.

De acordo com Shelton (1988) no processo de F&A existe a expectativa de criação de valor, pois o adquirente acredita que a empresa adquirida contribuirá de alguma forma estratégica ou financeira em função da sinergia criada.

Entre as dúvidas relacionadas com as fusões estão os ganhos resultantes da nova empresa. Devos, Kadapakkam e Krishnamurthy (2009) ressaltam que há poucas evidências na literatura sobre a importância relativa das fontes subjacentes nos ganhos com fusões. Os autores

mensuram três potenciais ganhos para os acionistas provenientes das fusões: eficiências operacionais, razões fiscais e poder de mercado no caso de empresas do mesmo segmento. Numa amostra de 264 fusões no mercado americano no período de 1980 até 2004 eles concluem que o ganho médio total com fusões foi de 10,03% no valor patrimonial das empresas. Deste percentual 1,64% refere-se à economia fiscal e 8,38% referente aos ganhos com sinergia operacional, o ganho com poder de mercado parece não ser relevante. Os ganhos com sinergia representam a grande parcela do ganho das fusões de empresas do mesmo segmento, já o ganho fiscal representa parcela maior do ganho em fusões das empresas de segmentos diferentes.

Bradley, Desai e Kim (1988) mensuraram os ganhos com as sinergias nas aquisições e os fatores que dividem estes ganhos entre os acionistas das duas empresas envolvidas. Em um estudo com 236 empresas americanas no período de 1963 até 1984 os autores concluem que em média os ganhos foram de 7,4% no valor das empresas envolvidas no processo. Este estudo fornece evidências teóricas e empíricas que uma possível concorrência de empresas interessadas pela empresa alvo, eleva os retornos destas, ao passo que, diminui o retorno das empresas adquirentes.

Seth, Song e Pettit (2002) buscaram apurar os ganhos nas fusões e aquisições de empresas. Os resultados mostram que em alguns tipos de fusões e aquisições ocorreu criação de valor, as operações entre empresas relacionadas aparentemente não criaram mais valor que as fusões e aquisições entre empresas não relacionadas, embora o fator sinergia nestas tenha sido bem menor. Nestes termos os autores encontraram indicativos que há criação de valor por economias de escala, eficiência operacional e poder de mercado em fusões e aquisições que envolvam empresas em outros países. Mesmo que outras motivações possam ser consideradas, há fortes evidências de ganhos em sinergia e redução de riscos.

De acordo com Brealey e Myers (2003) entre os motivos sensatos para as fusões e incorporações estão: economias de escala, utilização de recursos complementares, economias fiscais, utilização de fundos excedentes, redução de ineficiências e diversificação.

Conforme Halebian et al (2009) a literatura financeira foi a primeira a explorar que o poder de mercado é o principal motivador. A premissa é que a redução de empresas permite aumentar o nível de preços. Contudo, pesquisas subseqüentes não encontram suporte para esta hipótese. Prager (1992) e Kim e Singal (1993) encontraram resultados divergentes, dessa forma há evidências limitadas para suportar essa hipótese.

As aquisições podem facilitar a realocação de ativos e obter vantagens econômicas com a transferência de competências e tecnologias, Puranam e Srikanth (2007) demonstram que as aquisições aumentam a capacidade inovadora das unidades independentes.

Alguns estudos sugerem que as aquisições podem disciplinar as ineficiências gerenciais. Conforme Rhodes-Krop e Robinson (2008) há fortes evidências de que empresas similares, mas com alto valor de mercado, tendem a comprar empresas com baixo valor.

2.1. Intangíveis

De acordo com Lev (2003) um ativo intangível deve gerar riqueza no futuro. Dessa forma o valor presente dos fluxos de caixa projetado deve mostrar o valor do intangível se estes forem superiores aos ativos tangíveis. Outra definição pode ser a relação entre valor de mercado e valor contábil. Quanto maior esse índice, maior seria a utilização de ativos intangíveis de uma empresa.

Conforme Villalonga (2004) o desempenho contábil nem sempre reflete o efeito dos intangíveis, pois o impacto destes no desempenho da empresa pode variar dependendo da forma como ela se apropria e os utiliza, assim como, do segmento de atuação. Os resultados mostram uma relação positiva entre intangíveis e desempenho. Por sua vez Morbey e Reitner (1990) encontraram uma relação negativa entre gastos de pesquisa e desenvolvimento com os lucros

das empresas. Os resultados podem estar relacionados com o uso de medidas de desempenho diferentes. Seth Song e Pettit (2002) encontraram uma relação positiva entre a intangibilidade da empresa alvo e os ganhos totais na fusão.

Outra questão está relacionada com os registros dos intangíveis, Villalonga (2004) afirma que os ativos tangíveis são reconhecidos e contabilizados nas demonstrações financeiras das organizações. Por sua vez os intangíveis são deduzidos da demonstração de resultados, junto com as despesas regulares.

Adquirir conhecimento e capacidade, conforme Uhlebruck, Hitt e Semadeni (2006) pode ser um dos intangíveis que motivam as empresas adquirentes. De acordo com eles, a aquisição cria valor porque reduzem o tempo de aquisição do conhecimento e permitem a transferência de recursos, capacidade e pessoal com experiência.

Com base na literatura foram definidos os seguintes intangíveis a serem avaliados: Carteira de clientes, portfólio de produtos, gestão de conhecimento (pessoas), informações gerenciais. Cada um desses itens está respaldado por outros estudos conforme relatado a seguir.

2.2. Clientes

Conforme Villanueva e Hanssens (2007) reconhecer o cliente como a principal fonte de fluxos de caixa, é admitir que ele é um patrimônio da empresa. Portanto, estudar o valor do cliente é uma forma de medir o valor do relacionamento empresa-cliente no sentido de construir relacionamentos lucrativos. Nesse mesmo sentido Gupta e Lehmann (2004) colocam que medir o valor dos clientes é o mesmo que medir o valor da empresa.

Alguns modelos, como os desenvolvidos por Berger e Nasr (1998) tentam avaliar o período de vida do cliente ou *customer lifetime value* (CLV), que mede a contribuição financeira conforme a duração prevista de relacionamento. Eles concluem que quanto maior o tempo de relacionamento mais lucrativo o cliente se torna para a empresa.

Conforme Aaker (1996) tanto o cliente quanto a marca permitem a cobrança de preços superiores aos da concorrência. Berger et al (2002) afirmam que clientes leais a uma empresa são propensos a pagar preços mais altos. De acordo Ambler et al (2002) a empresa com forte relacionamento pode conhecer mais profundamente seu cliente, criando produtos ou ofertas, com isso obtém vantagens sobre seus competidores.

A redução de custos é outro benefício gerado pelo ativo de clientes, isso pode acontecer de duas formas: pela extensão de marcas e pela necessidade de investimentos menores para a manutenção da marca. Conforme Ambler et al (2002) se a empresa tem relacionamento forte com clientes pode viabilizar ações de marketing com redução de gastos, tais como, reposições automáticas. Conforme Rust et al (2004) depois de um longo tempo, a natureza da satisfação e da lealdade dos clientes tem sido melhor entendida, assim as expectativas dos clientes assumem um papel central nas ações de mercado da empresa.

Com base nessas referências foram coletadas as seguintes informações: Número de clientes ativos; Participação dos principais clientes nas vendas totais da empresa; Evolução do número de clientes nos últimos 3 anos; Tempo de relacionamento dos principais clientes

2.3. Produtos

Um ativo intangível com amplos estudos é a marca. Ela é considerada um fator de criação de valor das empresas. Uma marca gera lealdade dos clientes e conseqüentemente maiores margens de lucro. Conforme Aaker (1998) a marca é um conjunto de fatores que estão ligados ao nome ou símbolo e que adicionam valor aos produtos e serviços da empresa. Portanto ter uma marca no mercado faz com que a empresa seja reconhecida, com isso, agrega valor por estar junto aos clientes e ter um sistema de distribuição, entre outras vantagens.

Conforme coloca Ambler et al (2002) uma empresa com marcas fortes pode influir no volume e

frequência de compras, assim como, pode ampliar a linha de produtos obtendo receitas maiores com o mesmo número de clientes. O que alguns autores denominam como portfólio de produtos.

Manter um portfólio de produtos também é importante, conforme Cooper, Edgett e Kleinschmidt (2001) ele permite maximizar o retorno da produtividade em pesquisa e desenvolvimento, mantém a posição competitiva da empresa e permite a alocação adequada de recursos. Conforme Locket, Reyck e Sloper (2008) a gestão de uma linha de produtos é essencial para apoiar a área comercial no sentido de ampliar o mercado e obter lucros.

Conforme McNally et Al (2009) o desempenho das empresas deve melhorar conforme sua capacidade de gerar novos produtos que estejam de acordo com as estratégias da empresa. Rocha e Delamaro (2007) afirmam que o desenvolvimento de produtos é uma questão estratégica para as empresas se manterem competitivas no mercado.

Nesse ponto, foi observado que algumas das empresas pesquisadas não vendiam o produto com marca própria, somente a granel, como se fosse uma *commoditie*, portanto a avaliação do intangível ao invés de se concentrar na marca avaliou o portfólio de produtos. Para tanto, foram solicitados os seguintes dados para cada uma das empresas: Quantos produtos constam no portfólio da empresa; Quantos produtos representam 80% das vendas; Quantidade de produtos que foram desenvolvidos nos últimos 3 anos; Quantos dos produtos lançados são considerados inovadores.

2.4. Pessoas

O capital intelectual conforme Curado e Bontis (2007), envolve antes de tudo capital humano. Para entender o valor intangível do capital humano é necessário avaliar as competências dos membros de uma organização e sua capacidade de inovar. Isso pode determinar o futuro da organização.

Conforme Sharabati, Jawad e Bontis (2010) o capital humano permite melhorar a capacidade de criar e desenvolver produtos inovadores, bem como, melhorar a capacidade dos indivíduos e organizações. Tendo reconhecida importância, porque os gestores e analistas financeiros evitam avaliar os intangíveis intelectuais ou o capital humano? Conforme afirmam os autores a resposta mais óbvia está na dificuldade de medir e avaliar. Seleim, Ashour e Bontis (2007), encontram evidências de que o capital humano está relacionado com a performance das organizações, envolvendo treinamento e participação entre outros indicadores.

Para analisar as competências humanas da empresa foram solicitadas as seguintes informações: Evolução do número de pessoas contratadas pela empresa; Evolução do número de pessoas na produção; Evolução do número de pessoas na administração; Horas de treinamento realizados nos últimos 3 anos; Controles com ociosidade; Controles de retrabalho.

2.5. Informações gerenciais

Informações gerenciais conforme McGee e Prusak (1994) são dados coletados e ordenados de forma que possam atribuir significados dentro do contexto do negócio que está sendo avaliado. Alguns autores denominam as informações de contabilidade gerencial, esta é definida por Horngren, Sundem e Stratton (2004) como o processo de preparar informações que possam auxiliar os gestores a avaliar o desempenho em busca de atingir objetivos organizacionais.

Conforme Atkinson et al (2000) a informação gerencial tem por tradição o aspecto financeiro, ou seja, denominada em valores, porém, recentemente o conceito tem sido ampliado para incluir informações operacionais e físicas. Incluindo informações subjetivas como satisfação dos clientes, capacitação dos funcionários entre outros.

Para melhor avaliar as informações gerenciais, elas foram divididas em gestão comercial, gestão de custos, gestão financeira e decisões de investimentos.

2.6. Informações de gestão comercial

A gestão do conhecimento foi analisada por Zack, Mckeen, Singh (2009). Entre os aspectos analisados eles colocam que a excelência operacional deve ter informações que permitam identificar os aspectos importantes para mapear a criação de valor. Fazem parte dos direcionadores de valor o mapeamento de custos operacionais e os resultados.

Ambler et al (2002) colocam que medir o resultado por clientes permite a empresa agir de forma mais racional eliminando custos. Locket, Reyck e Sloper (2008) afirmam que a análise da lucratividade da linha de produtos é fundamental para a gestão do portfólio, bem como para monitorar os lucros da empresa. Com base nessas referências foram solicitadas quais das informações a seguir cada empresa utilizava para auxiliar na tomada de decisão: Participação do cliente nas vendas totais (curva ABC); Participação de cada produto nas vendas totais (curva ABC); Custos de atendimento por cliente; Lucro por cliente; Lucro por equipe de vendas; Lucro por linha de produto; Lucro por região de atuação; Margem de contribuição por linha de produto; Margem de contribuição por cliente.

2.7. Informações gerenciais de custos

A informação e a gestão de custos são fatores importantes da estratégia empresarial. Conforme Shank e Govindarajan (1997), a compreensão dos elementos estratégicos de custos pode dar a empresa uma vantagem competitiva. Dessa forma foi solicitado a cada uma das empresas, quais destas informações eram utilizadas: Evolução dos custos em relação aos resultados; Custos por unidades produzidas ou processadas; Avaliação de desempenho por produtos; Avaliação de desempenho por linha de produtos; Avaliação de desempenho por região de atuação; Evolução dos custos por fornecedor; Avaliação da eficiência dos fornecedores.

2.8. Informações de gestão financeira

De acordo com Garrison, Noreen e Brewer (2013) entre as informações mais importantes estão a análise das demonstrações financeiras que podem mostrar as tendências da gestão e gerar indicadores para avaliar o desempenho da empresa. Ross, Westerfield e Jaffe (1999) afirmam que o planejamento financeiro é necessário para que as organizações tenham referências para a avaliação do desempenho. Conforme a literatura, questionamos as empresas sobre o uso das seguintes ferramentas e/ou indicadores financeiros: Orçamento anual; Avaliação do custo de capital da empresa; Fluxo de Caixa; Índice de liquidez; Rotatividade dos estoques; Nível de endividamento;

2.9. Ferramentas sobre decisões de investimentos

O objetivo é verificar quais critérios de decisão as empresas utilizam quando devem decidir se colocam seus recursos sobre novos projetos. Conforme Damodaran (2004), quando se definem critérios de decisão, as empresas podem julgar projetos diferentes de forma coerente, além de permitir que não perca de vista o objetivo de maximizar o valor da organização. Com base na literatura as empresas foram questionadas sobre os métodos que utilizavam no momento de decidir sobre investimentos: Período de PAY BACK; Valor presente líquido (VPL); Taxa Interna de Retorno (TIR); Índice de lucratividade (IL); Valor ao risco (VaR); Opções reais.

3. Metodologia

O evento para ajudar a avaliar os intangíveis foi a fusão de cinco empresas de capital fechado. O objetivo é verificar como os intangíveis se refletiram no valor da empresa. Para isso foram entrevistados os diretores das empresas que participaram de todo o processo de fusão.

Segundo eles, o método utilizado foi a reavaliação dos ativos das empresas de forma individual e que, posteriormente, se transformaram em cotas de capital a serem incorporadas na nova empresa. Para identificar onde ficaram represados os valores dos ativos intangíveis foi elaborado um questionário, que se encontra nos anexos, onde se pode verificar como foram coletados os dados de vários aspectos relacionados a ativos intangíveis.

Junto com o questionário as empresas forneceram os balanços dos 3 anos anteriores a fusão, de onde foram retirados os dados para fazer a avaliação através dos indicadores financeiros. Com base nos dados financeiros e nas informações da empresa foi elaborado um escore de intangíveis que depois foi comparado com o índice de intangibilidade medido pelo *q de Tobin*.

Conforme proposto por Villalonga (2004,) o índice *q de Tobin*, mede o índice de intangibilidade através da seguinte equação:

$$q \text{ de tobin} = (VM + DT) / AT$$

Onde VM é o valor de mercado das ações ou capital próprio da empresa, DT representa a dívida total da empresa avaliada pelo valor de mercado, e AT é o valor de reposição dos ativos.

O índice mostra o valor dos intangíveis em relação aos recursos tangíveis. Segundo Villalonga (2004), quando os mercados são eficientes, os preços dos valores mobiliários estabelecidos pelo mercado de capitais fornecem uma estimativa mais eficiente do valor de uma empresa considerando aspectos mais amplos que o valor patrimonial.

Considerando que o critério utilizado para a valoração das empresas foi a reavaliação dos ativos, há a expectativa de que a empresa com a maior pontuação na avaliação dos intangíveis tenha a maior valorização patrimonial e o maior índice de intangibilidade.

4. Análise dos Dados

Após a coleta dos dados foi dada uma pontuação para cada um dos ativos avaliados, com o seguinte critério: 1 ponto para melhor empresa em cada item do ativo "clientes". 1 ponto para a melhor empresa em cada item do ativo "produtos". 1 ponto para a melhor empresa que tivesse mais destaque nos itens do ativo "pessoas". 1 ponto para a empresa com a maior quantidade de informações sobre a área comercial. 1 ponto para a empresa com a maior quantidade de informações sobre custos. 1 ponto para a empresa com a maior quantidade de informações sobre finanças. Caso duas empresas obtenham o mesmo escore num item avaliado foi dado um ponto para cada empresa. Depois de coletadas as informações das empresas, os dados foram tabulados e analisados conforme consta abaixo.

4.1. Portfólio de clientes

A tabela 1 mostra as características dos clientes das empresas. Para preservar as empresas os nomes foram alterados para as denominações empresa "A", "B" e assim por diante.

A empresa "E" com 2.212 clientes é possui a maior quantidade com uma diferença significativa de aproximadamente 14 vezes superior ao segundo lugar. A empresa "B" ficando em segundo lugar com 198 clientes. Assim foi dado um ponto para a empresa "A". O segundo item mostra a concentração de vendas entre os clientes. Ter as vendas concentradas é um fator de risco para as empresas, assim foi dado um ponto para a empresa que tenha a melhor distribuição, neste caso, a empresa "A" com 26,46% das vendas concentradas em 5 clientes, mostra melhor distribuição, enquanto a empresa "C" tem a maior concentração com 90% das vendas para somente 2 clientes.

Conforme a tabela 1 somente as empresas "B" e "E" aumentaram o número de clientes nos últimos 3 anos, sendo que o percentual da empresa "A" foi levemente superior, o que a fez ficar com o ponto neste quesito. O tempo de relacionamento com os clientes não revelou diferenças entre as empresas, portanto não foi dado ponto para este quesito. A empresa "A" apesar de ter menor número de clientes tem o maior percentual de clientes exclusivos ficando com o ponto

avaliado neste aspecto.

Tabela 1 – Características dos clientes

EMPRESA/ INDICADOR	Empresa "A"	Pontos	Empresa "B"	Empresa "C"	Empresa "D"	Empresa "E"	Pontos
Clientes ativos	162	0	198	60	8	2212	1
Concentração de vendas (clientes /% das vendas)	15=85%	0	NR	2= 90%	NR	5=26,46%	1
Variação de clientes nos últimos 3 anos (%)	-38,64%	0	3,13%	0,00%	-46,67%	3,51%	1
Tempo de relacionamento (anos)	5 a 10	0	+10	+10	+10	+10	0
Clientes exclusivos	5 a 10%	1	1% ou -	1% ou -	1% ou -	1% ou -	0
Total de pontos		1					3

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas informações coletadas

4.2. Produtos

As empresas foram questionadas sobre a quantidade de produtos vendidos. Como pode ser observada na tabela 2, a empresa "D" tem um único produto, o que significa que ela vendia o produto a granel para outras indústrias que depois de embalado era destinado ao mercado consumidor. As exceções são as empresas "A" com 18 produtos e a "E" com 231 produtos. As demais vendem o produto a granel sem marca. Neste critério foi dado um ponto para a empresa "E" pela extensão da linha de produtos.

A concentração de vendas por produto é outro aspecto que pode mostrar a importância dos intangíveis. A empresa "E" ficou com o ponto neste quesito, pois tem 80% das vendas concentradas em 30 produtos, enquanto as demais empresa tem 80% das vendas concentrados em 1, 2 e 4 produtos.

Tabela 2 – Portfólio de produtos

INDICADOR / EMPRESA	Empresa "A"	Empresa "B"	Empresa "C"	Empresa "D"	Empresa "E"	Pontos
Produtos vendidos	18	3	4	1	231	1

Produtos que representam 80% das vendas	4	1	2	1	30	1
Produtos lançados (3 anos)	1	0	0	0	10	1
Produtos inovadores	0	0	0	0	4	1
TOTAL						4

Fonte: Elaborada pelo autor conforme as informações coletadas

O lançamento de novos produtos, assim como a criação de produtos considerados inovadores foi feito somente pela empresa "E". Considerando que ela se destacou em todos os quesitos avaliados ficou com 4 pontos, conforme pode ser observado na tabela 2.

4.3. Pessoas

O numero de funcionários serve para comparar o tamanho das organizações, enquanto a empresa "E" possui 85 funcionários e vendas de 14 milhões de dólares a empresa "D" vende 6 milhões de dólares com somente 13 funcionários. Utilizando o indicador de receita por funcionário pode ser observado na tabela 3 a empresa "E" tem o menor volume e a empresa "D" tem o maior volume de vendas por empregado. Isso pode ser explicado pelo fato desta empresa trabalhar com apenas um produto que é vendido a granel (sem industrialização), como se fosse uma *commoditie*, enquanto a empresa "E" só vende produtos embalados e com marca própria.

Nenhuma das empresas tem programas de treinamento formalizados, nem controles de qualidade de gestão. Por isso foram avaliados somente a evolução no número de funcionários e o volume de vendas por pessoa. Apesar de não ser um indicador de intangível, pois a empresa que vende produtos a granel, assim como acontece no mercado de *commodities* geralmente tem volume de vendas maior, porém com menor valor agregado por unidade vendida.

A gestão de recursos humanos deve ser mais complexa numa empresa com maior numero de funcionários, como pode ser observado na tabela 3, esse aspecto também apresenta disparidades entre as empresas, a maior delas possui 85 funcionário pois tem uma linha de produtos mais abrangente, por outro lado se for avaliada a venda por funcionários as empresas com linha de produtos mais limitada são mais eficientes. Isso se explica pela falta de estrutura de vendas, divulgação, entre outras atividades necessárias para o desenvolvimento de uma marca no mercado.

Tabela 3 – Recurso Humanos

INDICADOR / EMPRESA	Empresa "A"	Empresa "B"	Empresa "C"	Empresa "D"	Pontos	Empresa "E"
Número de funcionários	12	7	9	13		85
Evolução	0,00%	-22,22%	0,00%	0,00%		25,00%

Evolução na produção	0,00%	-25,00%	0,00%	0,00%		33,33%
Administração	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%		13,79%
Receita US\$	2.050.155	1.807.668	2.634.822	6.211.462		14.237.959
Receita por funcionário U\$	170.846	258.238	292.758	477.804	1	167.505

Fonte: Elaborada pelo autor com base nas informações coletadas

O número de pessoas está ligado a outras questões estruturais, como por exemplo, a empresa "E" lançou novos produtos, com isso é de se esperar a contratação de pessoas, porém, o número por si só não mostra a intangibilidade. As empresas não possuíam informações apuradas sobre o desenvolvimento de recursos humanos, por isso foi avaliado o único critério em que uma das empresas se destacou que foi o desempenho calculado pela receita gerada por funcionários, isso resultou num ponto para a empresa "D".

4.4. Informações gerenciais

Conforme descrito anteriormente, foram avaliadas as informações da área comercial, gestão de custos, gestão financeira e decisões de investimentos. O critério de avaliação considerou que a empresa que tem mais instrumentos está mais preparada para tomar decisões.

4.5. Informações de gestão comercial

Conforme pode ser observado na tabela 4 a empresa "E" ficou com o ponto deste item, por ter informações da área comercial em número consideravelmente superior as demais, com isso, pode avaliar e decidir melhor.

Tabela 4 – Informações utilizadas pela área comercial

EMPRESA / INDICADOR	Empresa "A"	Empresa "B"	Empresa "C"	Empresa "D"	Empresa "E"
Participação do cliente nas vendas totais (curva ABC)	X				X
Participação de cada produto nas vendas totais (curva ABC)	X				X
Custos de atendimento por cliente				X	X
Lucro por cliente					X
Lucro por equipe de vendas				X	
Lucro por linha de produto		X			X
Lucro por região de atuação					X

Margem de contribuição por linha de produto				X	X
Margem de contribuição por cliente					X

Fonte: Elaborada pelo autor com base nas informações coletadas

4.6. Informações gerenciais de custos

Conforme os dados da tabela 5 as empresas "A" e "B" são as que possuem mais informações gerenciais de custos em relação às demais empresas, portanto, cada uma delas terá 1 ponto nesta avaliação.

Tabela 5 – Informações gerenciais de custos utilizadas

EMPRESA / INDICADOR	Empresa "A"	Empresa "B"	Empresa "C"	Empresa "D"	Empresa "E"
Evolução dos custos em relação aos resultados	X	X			
Custos por unidades produzidas ou processadas	X	X		X	X
Avaliação de desempenho por produtos	X				
Avaliação de desempenho por linha de produtos		X			
Avaliação de desempenho por região de atuação.					
Evolução dos custos por fornecedor	X				
Avaliação da eficiência dos fornecedores		X			

Fonte: elaborada pelo autor com base nas informações das empresas

4.7. Informações sobre a gestão financeira

Como pode ser observado na tabela 6, a empresa "E" tem o maior número de informações para fazer a sua gestão financeira, ficando com o ponto destinado a esta avaliação.

Tabela 6 – Informações utilizadas na gestão financeira

EMPRESA / INDICADOR	Empresa "A"	Empresa "B"	Empresa "C"	Empresa "D"	Empresa "E"
Orçamento anual		X			X
Avaliação do custo de capital da empresa					

Fluxo de Caixa			X	X	X
Índice de liquidez	X	X	X		X
Rotatividade dos estoques		X		X	
Nível de endividamento	X		X		X

Fonte: elaborada pelo autor com base nas informações das empresas

4.8. Ferramentas sobre decisões de investimentos

Conforme a tabela 7 as empresas "B" e "D" são as que utilizam metodologias de análise de investimento. As empresas "C" e "E" não utilizam nenhuma delas. Dessa forma foi dado um ponto para a empresa "B" e um ponto para a empresa "D", pois ambas utilizam duas formas de decisões de investimentos.

Tabela 7 – Ferramentas utilizadas nas decisões de investimentos

EMPRESA / INDICADOR	Empresa "A"	Empresa "B"	Empresa "C"	Empresa "D"	Empresa "E"
Período de PAY BACK	X				
Valor presente líquido (VPL)		X			
Taxa Interna de Retorno (TIR)				X	
Índice de lucratividade (IL)		X		X	
Valor ao risco (VaR)					
Opções reais					

Fonte: Elaborada pelo autor com base nas informações das empresas

A tabela 8 mostra os resultados consolidados para cada empresa, como se pode observar a empresa "E" possui o maior escore totalizando 9 pontos enquanto as demais empresas ficaram bem abaixo disso. O que se presume que a empresa "E" possui um estoque de intangíveis superior as demais empresas.

Tabela 8 – Escore de Intangíveis

EMPRESA / INDICADOR	Empresa "A"	Empresa "B"	Empresa "C"	Empresa "D"	Empresa "E"
Clientes	1	0	0	0	3
Portfólio de Produtos	0	0	0	0	4
Pessoas	0	0	0	1	0

Inf. Gestão comercial	0	0	0	0	1
Inf. De Gestão de custos	1	1	0	0	0
Inf. De gestão financeira	0	0	0	0	1
Inf. Anal. investimentos	0	1	0	1	0
TOTAL	2	2	0	2	9

Fonte: Elaborado pelo autor

4.9. Intangibilidade

A intangibilidade foi calculada pelo *q de Tobin* conforme proposto por Villalonga (2004). Como se tratam de empresas de capital fechado o cálculo foi realizado da seguinte forma:

$$Q \text{ de tobin} = \frac{CP + DT}{AT}$$

Onde:

CP: é o capital próprio da empresa

DT: A dívida total da empresa

AT: Valor de reposição dos ativos

A tabela 9 mostra o resultado para cada uma das empresas. Como pode ser observado o índice de intangibilidade medido pelo *q de Tobin* mostra que a empresa "E" foi a única que obteve o coeficiente acima de 1. Conforme coloca Ross, Westerfield e Jaffe (2010), ela foi a única que obteve êxito em seus investimentos, enquanto as demais com índice inferior a 1 revelam menos eficiência nas suas decisões de investimento.

Tabela 9 - Índice *q de Tobin*

EMPRESA / INDICADOR	Empresa "A"	Empresa "B"	Empresa "C"	Empresa "D"	Empresa "E"
CP + DT	10.881.395,76	7.316.510,64	17.417.165,83	29.265.779,19	86.599.563,39
AT	11.493.340,72	8.925.447,52	20.258.028,53	31.466.319,41	54.438.255,73
<i>q de Tobin</i>	0,947	0,819736	0,859766	0,930067	1,590785

Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme Brealey e Myers (2003) as empresas com índice superiores a "1" tem vantagem competitiva, que podem ser decorrentes de imagem de marca ou know-how muito forte, e aquelas com valores baixos estão em segmentos onde ocorre encolhimento do mercado.

5. Análise dos resultados

Os resultados das empresas conforme constam nas tabelas 8 e 9 estão consolidados na tabela

10 , onde pode ser observado que a empresa "E" obteve a maior pontuação no escore de intangíveis, assim como, obteve o maior coeficiente *q de Tobin*. Esse resultado mostra a validade dessa metodologia de avaliação.

Tabela 10 – Comparativo do escore de intangíveis com o *q de Tobin*

EMPRESA / INDICADOR	Empresa "A"	Empresa "B"	Empresa "C"	Empresa "D"	Empresa "E"
Escore de intangíveis	2	2	0	2	9
<i>q de Tobin</i>	0,947	0,819736	0,859766	0,930067	1,590785

Fonte: Elaborada pelo autor

De acordo com os dados da tabela 10 podemos observar que, conforme preconizava *Tobin*, a empresa "E" é única que oferece oportunidade de investimentos, uma vez que ficou com o indicador acima de 1. Fato ressaltado pela avaliação dos intangíveis onde a empresa obteve o maior escore. As demais ficaram com índice abaixo de 1 o que, conforme Brealey e Myers (2003) significa que é mais barato adquirir ativos através de fusão do que comprar novos ativos.

Com base nos dados da tabela 10 podemos aprofundar a análise e comparar o escore de cada intangível constante na tabela 8 com o coeficiente *q de Tobin*. Considerando o coeficiente *q de Tobin* como indicador de intangibilidade, pode ser feita uma comparação deste, com os escores obtidos pelas empresas, assim, se duas empresas obtiveram o mesmo escore, porém um coeficiente *q* diferente, essa diferença pode ser resultado de pesos diferentes nos intangíveis avaliados. Se duas empresas obtiveram o escore com os mesmos indicadores o problema está no indicador utilizado. Por sua vez, se o escore for o mesmo com indicadores diferentes isso pode mostrar que alguns indicadores são mais importantes, ou tem um peso maior nos intangíveis das empresas.

A empresa "E" é a melhor colocada em ambos os critérios com 9 pontos no escore e coeficiente de 1,59, indicando que possui a maior intangibilidade medida pelas duas metodologias.

Considerando a pontuação do escore, em segundo lugar estão as empresas "A", "B" e "D" com dois pontos cada, e por último, a empresa "C" sem nenhum ponto. Em relação ao coeficiente *q de Tobin* a ordem de classificação se altera somente em relação a empresa "C" com um coeficiente um pouco superior ao da empresa "B". As duas empresas obtiveram coeficientes menores que "1", porém a empresa "B" obteve um escore de intangíveis de 2 enquanto a empresa "C" obteve zero. Essa disparidade entre os dois indicadores pode revelar que o peso dado aos intangíveis da empresa "B" deva ser diferente dos demais.

Comparando os resultados das empresas "A", "B" e "D" pode ser observado que ambas possuem o mesmo escore, porém, o coeficiente *q de Tobin* da empresa "A" é um pouco superior que a empresa "D" e bastante superior a empresa "B". Conforme os dados constantes na tabela 8 há um indicador denominado de "informações de gestão de custos" comum às empresas "A" e "B". Tomando como referencia o coeficiente *q de Tobin* podemos concluir que em relação a estas empresas, o intangível "Clientes" da empresa "A" tem um peso superior ao intangível "Informações de decisões de investimentos" da empresa "B", isso resulta num coeficiente *q* superior para a empresa "A".

Da mesma forma, comparando os escores de intangíveis das empresas "B" e "D", pode ser observado na tabela 8 que o fator "Informações de decisões de investimentos" é comum para as duas empresas. Como a empresa "D" tem um coeficiente *q de Tobin* superior a empresa "B", isso mostra que a diferença de intangibilidade se refere ao indicador "Pessoas" que tem um peso superior ao intangível "Informações de gestão de custos".

6. Considerações Finais

O presente trabalho buscou avaliar os intangíveis num processo de fusão de cinco empresas de capital fechado. As empresas optaram por fazer uma reavaliação dos ativos. Esse valor foi considerado para definir as cotas dos sócios da nova empresa. Para avaliar como os intangíveis interferiram nesse processo foi elaborado um questionário com base na literatura, em seguida ele foi adaptado para a realidade das empresas e aplicado aos gestores das empresas. Junto com as respostas foi solicitado o balanço das empresas, para fazer a avaliação através dos indicadores.

Após a tabulação dos dados, foi calculado o escore de intangíveis de cada uma das empresas. Com base nas informações financeiras foi calculado o índice de intangibilidade pelo q de *Tobin*. Comparando os escores com o índice de intangibilidade, é possível observar que os intangíveis se revelaram na avaliação dos ativos. A empresa que obteve o maior escore na avaliação dos intangíveis, também obteve o maior coeficiente q de *Tobin*. Assim, como foi a única que obteve o coeficiente acima de 1, mostrando maior eficiência em seus investimentos, conforme prevê a teoria.

Nas demais empresas o coeficiente ficou abaixo de "1" o que indica baixo incentivo para investir. Porém, conforme prevê a teoria nas empresas em que o q de *Tobin* fica abaixo de 1, ao invés de adquirir ativos é mais viável sua obtenção através de fusão, mostrando que a iniciativa das empresas pode ter sido uma decisão acertada.

Fazendo uma classificação do índice q de *Tobin* com o escore dado para os intangíveis, ocorreu uma única divergência onde uma empresa (C) com escore zero nos intangíveis obteve o coeficiente q superior a outra empresa (B) com escore um pouco superior. Isso pode ser decorrente dos critérios de pontuação utilizados e que precisam ser refinados. O que poderá ser objeto de estudos futuros.

Algumas empresas com o mesmo escore de intangíveis obtiveram um coeficiente q de *Tobin* diferente, isso pode indicar que os intangíveis devem ter pesos diferentes na avaliação das empresas. Futuros estudos poderão aprofundar o valor ou a ponderação a ser feito de acordo com os intangíveis para um grupo de empresas.

Esse estudo contribui com a teoria investigando intangíveis em empresas de capital fechado, onde os dados são mais difíceis de obter. Os resultados mostram que mesmo quando os intangíveis não são contabilizados, em algum momento eles se revelam na avaliação das empresas. Nesse estudo eles interferiram na reavaliação dos ativos da empresa, mostrando que em algum momento eles farão a diferença no valor da empresa. Nesse caso foi na fusão, onde eles não foram avaliados separadamente, mesmo assim na reavaliação dos ativos tangíveis, os intangíveis se fizeram presentes nos valores encontrados. Resultando que a empresa com maior escore de intangíveis foi a que obteve o melhor coeficiente q de *Tobin*.

Futuros estudos poderão abordar se os intangíveis possuem peso relativo diferente de acordo com as características das empresas, envolvendo setor de atuação, relação com o mercado e outras características econômicas.

A partir dos dados apontados nesse estudo poderão ser propostas metodologias de avaliação ou contabilização dos intangíveis para empresas de capital fechada, uma vez que se observa que eles influenciam o valor das empresas mesmo que não sejam nominados ou avaliados separadamente.

Referências

AAKER, David A. (1996), *Building Strong Brands*. The Free Press, Nova Iorque, NI.

AMBLER, Tim; BHATTACHARYA C. B.; EDELL, Julie , Kevin Lane Keller, Katherine N. Lemon, and Vikas Mittal (2002), "Relating Brand and Customer Perspectives on Marketing Management," *Journal of Service Research*, 5 (August), 13–25.

- ATKINSON, Anthony A.; BANKER, Rajiv D.; KAPLAN, Robert S.; YOUNG, Mark. (2000) *Contabilidade gerencial*. São Paulo: Atlas. Tradução de *Management Accounting*, 2 ed. Englewood Cliffs, Prentice Hall, 1997.
- BERGER, Paul D.; NASR Nada I. (1998), "Customer Lifetime Value: Marketing Models and Applications," *Journal of Interactive Marketing*, 12(1), 17-30.
- BERGER, Paul D.; BOLTON, Ruth N.; BOWMAN, Douglas, BRIGGS, Elten, KUMAR, V.; PARASURAMAN, A.; TERRY, Creed (2002). Marketing Actions And The Value Of Customer Assets: A Framework For Customer Asset Management - *Journal of Service Research*, 5, 39-54.
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; (2003) *On Corporate Finance: Financing and Risk Management* – McGraw-Hill Company.
- BRADLEY, M; DESAI, A. e KIM, E.H. (1988), "Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms". *Journal of Financial Economics*. N. 21, p. 3-40
- COOPER, Robert G.; EDGETT, Scott J.; KLEINSCHMIDT, Elko J; (2001) Portfolio management for new product development: results of an industry practices study. *R&D Management*, v. 31, n. 4, p. 361-380.
- CHUNG, Kee H.; PRUITT, Stephen W. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23(3), 70-74.
- CURADO, C; BONTIS, N. (2007), "Managing intellectual capital: the MIC Matrix", *International Journal of Knowledge and Learning*, Vol. 3 Nos 2/3, pp. 316-28.
- DAMODARAN, Aswath (2001) *Corporate Finance: theory and practice*, 2/e- John Wiley & Sons, Inc. (2001)
- DANIEL, Kent; TITMAN, Sheridan (2006). Market reactions to tangible and intangible information. *The Journal of Finance*, 59(4), 1605-1643.
- DEVOS, E ; KADAPAKKAM, P. R. e KRISHNAMURTHY, S. (2009) "How Do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies". *The Review of Financial Studies*. N. 22(3) pp. 1179-1211
- GARRISON, Ray H.; NOREEN, Eric W.; BREWER, Peter C. (2013) *Contabilidade gerencial*. 14. ed. Porto Alegre: AMGH, 2013.
- GUPTA, Sunil; LEHMANN, Donald R.; (2003) Customer as Assets; *Journal of Interactive Marketing* – Vol 17, n 1
- HALEBLIAN, J; DEVERS, C. E; McNAMARA, G.; CARPENTER, M. e DAVISON, R. B. (2009) "Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: A review and research agenda". *Journal of Management*. N. 35 (3), pp. 469-502
- HORNGREN, T; SUNDEM, G.; STRATTON, W. (2004) *Contabilidade gerencial*. São Paulo: Prentice Hall.
- KIM, E. H. e SINGAL, V. (1993)." Mergers and market power: Evidence from the airline industry". *American Economic Review*. N. 83 p. 549-569.
- LEAL, Ricardo P. C.; ALMEIDA, Vinicio de S.; BORTOLON, Patricia M.(2013) "Produção Científica Brasileira em Finanças no Período 2000-2010". *RAE – Revista de Administração de Empresas*. V.53, n. 1
- LEV, Baruch – Remarks on the Measurement, valuation, and reporting of intangible assets – FRBNY – *Economic Policy Review* – September 2003
- LOCKETT, M.; REYCK, B.; SLOPER, A. (2008) *Managing project portfolios*. London: London Business School.
- MCGEE, J. V.; PRUSAK, L. *Gerenciamento estratégico da informação: aumente a competitividade e a eficiência de sua empresa utilizando a informação como uma ferramenta*

estratégica. Rio de Janeiro: Campus, 1994.

McNALLY, Regina; DURMUSOGLU, Serdar S.; CALANTONE, Roger J.; HARMANCIOGLU, Nukhet; (2009); Exploring new product portfolio management decisions: The role of managers' dispositional traits. *Industrial Marketing Management*, v. 38, n. 1, p. 127-143.

MORBEY, G. K.; REITHNER, R. M. (1990). How R&D affects sales growth, productivity and profitability. *Research Technology Management*, 33(3), 11-14.

McGEE, James V., PRUSAK, Laurence. (1994) *Gerenciamento estratégico da informação: aumente a competitividade e a eficiência de sua empresa utilizando a informação como uma ferramenta estratégica*. Rio de Janeiro: Campus.

PRAGER, R. A. (1992). "The effects of horizontal mergers on competition: The case of the Northern Securities Company". *Rand Journal of Economics*. N. 23, p. 123-133.

PURANAM, P. e SRIKANTH, K. (2007). "What they know vs. what they do: how acquirers leverage technology acquisitions". *Strategic Management Journal*. N. 28(8), p. 805-825.

ROCHA, H. M.; DELAMARO M. C. (2007) Product Development Process: Using Real Options for Assessments and to support the Decision-Making at Decision Gates. *Complex Systems Concurrent Engineering*, p. 99-106.

RHODES-KROP, M. e ROBINSON, D.T. (2008). "The market for mergers and the boundaries of the firm". *Journal of Finance*. N. 63, p. 1169-1211.

ROSS, Stephen, WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F.;(1999) *Corporate Finance*, fifth edition. The McGraw-Hill Companies, Inc.

RUST, T. Roland; AMBLER, Tim; CARPENTER, Gregory S.; KUMAR, V.; SRIVASTAVA, Rajendra K.; (2004) Measuring Marketing Productivity: Current Knowledge and Future Directions – *Journal of Marketing*, vol 68 76-89.

SELEIM, A.; ASHOUR, A.; BONTIS, N. (2007) Human capital and organizational performance: a study of Egyptian software companies. *Management Decision*, vol. 45, iss 4 pp. 789-901.

SETH, Anju (1990); Value creation in acquisitions: A re-examination of performance issues - *Strategic Management Journal* Volume 11, Issue 2, pages 99–115.

SETH, A.; SONG, K.P. e PETTIT, R.(2002) "Value creation and destruction in cross-border acquisitions: An empirical analysis of foreign acquisitions of U.S. firms". *Strategic Management Journal*. N. 23, p. 921-940

SHARABATI, A.-A. A.; JAWAD, S. N.; BONTIS, N. (2010) Intellectual capital and business performance in the pharmaceutical sector of Jordan. *Management Decision*, vol. 48, iss 1, pp 105-131;

SHANK, John K; GOVINDARAJAN, Vijay. (1997) *A revolução dos custos: como reinventar e redefinir sua estratégia de custos para vencer em mercados crescentemente competitivos*. 9 ed. Rio de Janeiro: Campus.

SHELTON, Lois M. (1988). Strategic business fits and corporate acquisition: empirical evidence. *Strategic management journal*, 9(3), 279-287.

TREACY, M; WIERSEMA, F. (1995), *The Discipline of Market Leaders: Choose Your Customers, Narrow Your Focus, Dominate Your Market*, Addison-Wesley, Reading, MA.

UHLENBRUCK, Klaus; HITT, Michael A; SEMADENI, Mathew; (2006) Market Value Effects of Acquisitions Involving Internet Firms: A resource-based analysis – *Strategic Management Journal* (27): 899-913.

VILLANUEVA, Julian; HANSSENS, Dominique M.(2007) Customer Equity: Measurement, management and research opportunities; *Foundations and Trends in Marketing* – (1) 1-95.

VILLALONGA, B. (2004). Intangible resources, Tobin's q, and sustainability of performance differences. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 54(2), 205-230.

ZACK, M.; MCKEEN, J.; SINGH, S. (2009). Knowledge management and organizational performance: an exploratory analysis. *Journal of Knowledge Management*, v. 13, n. 6, p. 392-409.

1. Email: roque@majorem.com.br

Revista ESPACIOS. ISSN 0798 1015
Vol. 38 (Nº 26) Año 2017

[Índice]

[En caso de encontrar algún error en este website favor enviar email a webmaster]

©2017. revistaESPACIOS.com • Derechos Reservados