



ISSN: 1696-8352 - BRASIL – JUNIO 2017

ATIVOS INTANGÍVEIS E O VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA: uma análise gráfica

Jonatas Dutra Sallaberry¹

Otávio Ribeiro de Medeiros²

Para citar este artículo puede utilizar el siguiente formato:

Jonatas Dutra Sallaberry y Otávio Ribeiro de Medeiros (2017): “Ativos intangíveis e o valor de mercado das empresas listadas na BOVESPA: uma análise gráfica”, Revista Observatorio de la Economía Latinoamericana, Brasil, (junio 2017). En línea:

<http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/br/17/valor-empresas-bovespa.html>

Resumo: Os bens intangíveis representam um conjunto de ativos que otimiza os resultados, e em muitos casos são os principais bens da entidade. Nesse contexto esta pesquisa busca analisar a evolução dos intangíveis reconhecidos e não reconhecidos, e o valor de mercado, em relação a outros mercados. Para desenvolvimento da pesquisa foi realizada análise gráfica dos dados, entre 2003 e 2012. A análise identificou a evolução do valor de mercado superior a R\$ 2 trilhões, entre 2003 e 2007, seguido de crise financeira e outro período de recuperação. O patrimônio líquido dessas empresas manteve-se em contínuo crescimento de 144%, entre 2003 a 2012. Os intangíveis não reconhecidos apresentaram um rápido crescimento até o ano de 2007, que superou R\$ 2 trilhões, mas após a crise, o intangível não reconhecido foi reduzido a R\$ 867 bilhões no encerramento de 2012. Os intangíveis reconhecidos não apresentaram grandes oscilações até o ano 2008. Por fim, a análise permitiu identificar que, assim como em outros mercados desenvolvidos, no Brasil os intangíveis cresceram na última década.

Palavras-chave: finanças; intangível; bolsa.

Los intangibles y el valor de mercado em la BOVESPA: un análisis gráfico

Resumen: Los activos inmaterial representan un conjunto de bienes que maximiza las ganancias, y en muchos casos son propiedad destacada de la entidad. En este contexto, la investigación busca analizar el patrón de crecimiento de los activos intangibles reconocidos y no reconocidos, y el valor de mercado, e identificar si los resultados son consistentes con otros mercados. Para el desarrollo de la encuesta se llevó a cabo el análisis gráfico de la información que aparece en la BOVESPA, entre 2003 y 2012, de los procedimientos técnicos y estadísticos. El análisis

¹ Mestre em Ciências Contábeis pelo Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis (UnB/UFPB/UFRN). Faculdade UnYLeYa. Faculdade FAMA.

² PhD em Economia (University of Southampton, Reino Unido). Universidade de Brasília (UnB)

identificó la evolución del valor de mercado superior a la de BRL 2 billones entre 2003 y 2007, seguida de una crisis financiera y de otro período de recuperación. Al mismo tiempo, la equidad de estas empresas accionistas se mantuvo en continuo crecimiento de 144% en el período 2003 a 2012. El proxy intangible no reconocido, creció rápidamente hasta el año 2007, que superó BRL 2 billones, un 5175% de variación. Después de la crisis, los activos intangibles no reconocidos se redujo a BRL 867 mil millones a finales de 2012. Los activos intangibles reconocidos como intangible sí, la buena voluntad, la buena voluntad y diferidas, no mostraron grandes cambios para el año 2008, cuando el buena voluntad y diferidos tuvieron gran variación. Por último, el análisis identificó que, como en otros mercados desarrollados, Brasil intangible crecido en la última década.

Palabras clave: finanzas; inmaterial; bolsa.

1 INTRODUÇÃO

A função da informação financeira é fornecer uma base confiável para os que tomam decisões econômicas a respeito de organizações (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 2011). Algumas empresas apresentam grande ampliação do valor de mercado em relação ao valor contábil do seu patrimônio, que muitas vezes são causadas pela não contabilização de ativos intangíveis, como marcas, patentes, propaganda e publicidade, *know-how*, confiança dos clientes, qualidade dos produtos oferecidos, pesquisa e desenvolvimento, *goodwill*³, capital intelectual, reputação, dentre outros.

Esses ativos intangíveis agregam valor às empresas. No entanto, eles nem sempre podem ser reconhecidos e evidenciados nas demonstrações contábeis das entidades. Barth, Kasznik e McNichols (2000) destacam que os intangíveis representam um aspecto importante no mundo empresarial globalizado. A proposta de pesquisa surgiu com o intuito de analisar a criação dos intangíveis e como eles se comportam.

Segundo Boulton, Libert e Samek (2001), as organizações estão criando valor de uma maneira nova, utilizando combinações de ativos tangíveis e intangíveis, sendo que alguns ainda não são reconhecidos adequadamente. Ao atender as normas e princípios contábeis que restringem a possibilidade de reconhecimento de ativos intangíveis devido a não ocorrência de um evento de liquidação do valor, surgem críticas de que os relatórios financeiros atuais não são úteis à tomada de decisão, bem como a possibilidade de os ativos intangíveis influenciarem no valor da organização (BALLOW; BURGMAN; MOLNAR, 2001; LEV, 2001; GHOSH; WU, 2007; SALAMUDIN et al., 2010).

Os problemas da contabilidade relacionados aos intangíveis se destacaram sob uma certa controvérsia que ainda não foi solucionada pela teoria contábil nem pela prática (RADEBAUGH; GRAY; BLACK, 2006; BELÉM; MARQUES, 2012). Parte das expectativas de mercado não são explicadas pelo valor contábil da empresa e resultados de pesquisas sugerem que os ativos intangíveis se tornaram um importante determinante da avaliação de empresas, pelo qual os investidores estão dispostos a oferecer um prêmio superior ao valor contábil (CHOI; KWON; LOBO, 2000).

³ Diferença entre o montante efetivamente pago e o valor de mercado dos ativos por expectativa de rentabilidade futura.

A pesquisa tem por objetivo analisar o padrão de crescimento dos ativos intangíveis e o valor de mercado, bem como identificar se os resultados são consistentes com os achados em mercados desenvolvidos.

Os ativos intangíveis se tornam um importante determinante da avaliação de empresas, pelo qual os investidores estão dispostos a oferecer um prêmio superior ao valor contábil (CHOI; KWON; LOBO, 2000). O fato de que os mercados agregam preferências individuais transforma-os em indicadores potenciais da demanda de informação pela sociedade, tem induzido muitas pesquisas sobre o funcionamento de tais mercados, até mesmo por ser uma potencial fonte de assimetria de informação (BARTH; BEAVER; LANDSMAN 2001).

A principal contribuição pretendida por este estudo é que ele forneça evidências empíricas da relação dos intangíveis com o valor de mercado das empresas, tendo como diferencial o emprego dos intangíveis já reconhecidos. A importância de conhecer esse ambiente, para os contadores, revela-se por proporcionar subsídios para mensuração dos ativos evidenciados nas demonstrações contábeis (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 2011).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O mercado é o ambiente onde as empresas poderiam tomar suas decisões de produção e investimento enquanto os investidores estariam livres para aplicar nas ações das empresas de interesse (FAMA, 1970). A teoria da hipótese de mercado eficiente (HME) desenvolvida por Fama (1970, 1991) considerando a possibilidade de que as informações relevantes das empresas negociadas no mercado são incorporadas aos preços dos ativos, sendo que a melhor estimativa para o preço de um título é seu preço atual.

Essa teoria dominou por cerca de 40 anos os estudos nos mercados de ações, preconizando que os investidores são racionais e o mercado é eficiente na precificação dos ativos financeiros. Por isso, um desvio qualquer nos valores fundamentais poderia ocorrer, mas seria rapidamente corrigido por meio da arbitragem (FERNANDES, 2008).

As condições suficientes para obtenção de um mercado eficiente, segundo Fama (1970), decorrem da existência de informações disponibilizadas sem custos e de forma igualitária para todos os participantes, ausência de custos de transação nas negociações, e expectativas homogêneas dos investidores sobre o efeito das informações divulgadas em relação aos preços atuais e fluxos de caixa futuros. Nesse contexto que se discute a importância e/ou utilidade dos intangíveis para a avaliação das organizações.

Os ativos intangíveis são ativos sem substância física empregados na geração de benefícios produtivos (HITCHNER, 2006; HENDRIKSEN; VAN BREDA, 2011). Lev (2001) define um ativo intangível como um direito de benefícios futuros que não tem uma personificação física ou financeira. Flower (2002) requer ainda que sejam identificados se os benefícios são prováveis e se seu custo ou valor pode ser mensurado com confiabilidade. Dependendo do escopo do negócio, o valor de tais ativos pode ser responsável por uma grande parte do valor total de uma empresa.

Martins (1972) comenta que há dificuldade em definí-los procurando demonstrar que um bem intangível dificilmente continua com característica de ativo caso seja separado do seu contexto. Hendriksen e Van Breda (2011) exemplificam citando os seguintes intangíveis: nomes de produtos, direitos autorais, franquias, *goodwill*, licenças, patentes, marcas, entre outros. Todas essas rubricas citadas, de fato, poderiam ser contabilizadas em contas específicas do intangível, mas nem

sempre é possível identificá-las independentemente das demais. Supondo a identificação e mensuração objetiva de cada elemento dos intangíveis o *goodwill* continuaria existindo segundo o conceito de *goodwill* sinérgico⁴ (ANTUNES; MARTINS, 2002; SETH; SONG; PETTIT, 2002).

As empresas que vendem produtos ou serviços são avaliadas geralmente pelos investidores com base nos lucros. Pelo menos na teoria, as empresas que obtêm uma taxa de retorno superior ao 'retorno justo' do ativo líquido resultam em valores de mercado superior ao valor contábil - o que implica que a empresa tem elementos de valor intangível que provavelmente não estão reconhecidos ou estão subavaliados (HITCHNER, 2006).

2.1 Ativos Intangíveis *propriamente ditos*

O reconhecimento de um item como ativo intangível exige que a entidade demonstre que ele atende: (a) a definição de ativo intangível e (b) os critérios de reconhecimento, como a provável fruição dos benefícios econômicos futuros gerados em favor da entidade, e (c) que o custo do ativo possa ser mensurado com confiabilidade (IAS 38, n. 18-21, 2011). Hendriksen e Van Breda (2011, p. 388) baseado no parágrafo 63, da SFAC 5, orientam que um ativo intangível deve ser reconhecido, somente “[...] *quando (a) corresponde à definição apropriada, (b) é mensurável (c) é relevante, e (d) é preciso.*”

Esses ativos devem também representar benefícios econômicos futuros prováveis, obtidos ou controlados pela entidade como resultado de transações ou eventos passados. O Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) definiu que o ativo intangível é um ativo não monetário identificável sem substância física (CPC 04, 2010). Segundo Scott (2009), ativos intangíveis são importantes ativos para muitas empresas e, para algumas, compreendem a maior parte do valor da empresa.

Hitchner (2006) explica que a identificação dos ativos intangíveis é tão ampla quanto a mente é criativa. Os intangíveis desenvolvidos internamente precisam passar por um teste de reconhecimento antes que possam ser registrados nas demonstrações contábeis da empresa, no caso uma combinação de negócio na qual o adquirente identifica a vantagem, mensura e reconhece como contrapartida do pagamento, validando a estimativa de tais intangíveis.

2.2 *Goodwill* e Ágio por Expectativa de Rentabilidade Futura

O *goodwill* é o excesso do custo de uma entidade adquirida sobre seus ativos e passivos assumidos sob o fundamento da expectativa de rentabilidade futura decorrente da redução dos lucros futuros esperados que não costuma ser registrado em virtude dos problemas de objetividade (HITCHNER, 2006; IUDICIBUS, 2010).

Segundo Hendriksen e Van Breda (2011), os ativos intangíveis podem ser identificáveis ou não identificáveis. Os ativos tornam-se identificáveis à medida que são associados a uma descrição objetiva. Quanto aos não identificáveis, como afirma a denominação, não é possível definir com clareza sua origem, restando um *goodwill*.

Catlett e Olson (1968 apud SANTOS et al., 2007) definem o ativo *goodwill* como um benefício ou vantagem na maneira como se comporta um negócio adquirido, além do valor pelo qual ele seria vendido, devido à personalidade daquele que o conduz, à natureza da sua localização, à sua reputação habilidosa ou precisa,

⁴ O *goodwill* sinérgico representa a capacidade de gerar lucros decorrente do uso conjunto de ativos que pela soma de suas capacidades individuais não seria alcançável.

ou qualquer outra circunstância incidental para o negócio que tende a fazê-lo duradouro.

Outra forma de classificação relaciona-se à origem: objetivo ou subjetivo. O *goodwill* objetivo é aquele adquirido na compra de um negócio de terceiros enquanto o *goodwill* subjetivo revela-se quando o ativo é criado internamente na empresa. Embora os intangíveis não sejam possíveis de serem vistos, tocados, pesados ou medidos, tais itens devem contar com *proxies* ou medidas indiretas (HITCHNER, 2006).

Iudícibus (2010) e Hendriksen e Van Breda (2011) apontam três perspectivas de análise do *goodwill*: (a) como o excesso de preço pago pela compra de um empreendimento sobre o valor de mercado de seus ativos líquidos; (b) como o excesso de valor pago pela companhia-mãe por sua participação sobre os ativos líquidos da subsidiária; e (c) como o valor atual dos lucros futuros esperados, descontados o que se esperaria sem o *goodwill*.

Nos dois primeiros casos, referindo-se ao *goodwill* objetivo, o *goodwill* assume-se como o excesso do custo de uma entidade adquirida sobre conjunto de ativos adquiridos menos passivos assumidos (HITCHNER, 2006). O terceiro caso, tipicamente de *goodwill* subjetivo, decorrente de expectativa de lucros futuros a serem gerados pela própria empresa, é mensurado através do valor presente de lucros superiores; para isso seria necessário identificar o retorno normal de mercado para o negócio, e reduzi-lo dos lucros futuros esperados.

Segundo as normas, importantes ativos intangíveis como o capital intelectual, marcas, pesquisa e desenvolvimento muitas vezes não são inseridos no balanço devido a não ocorrência do evento de validação do reconhecimento o que suscita críticas de que os relatórios financeiros atuais não são confiáveis ou úteis (BALLOW; BURGMAN; MOLNAR, 2001; LEV, 2001; GHOSH; WU, 2007). Alguns resultados empíricos baseados em análises de carteira indicam que o mercado financeiro percebe positivamente os ativos intangíveis (CHOI; KWON; LOBO, 2000).

2.3 Estudos Empíricos

Nas últimas décadas a relação entre o valor de mercado e o valor contábil (*market-to-book ratio*) tem tido uma grande ampliação. Salamudin et al. (2010) identificaram o desenvolvimento de intangíveis entre 2000 e 2006, e compararam a relação dos ativos intangíveis com o valor de mercado. Diversas pesquisas foram desenvolvidas sobre a mensuração dos ativos intangíveis, dentre elas podemos citar Hall e Kim (1998), Rodov e Leliaert (2002), Zhang (2003), e Kent e Titman (2006). Wilson e Stenson (2008) identificaram a ausência de informações relevantes nas demonstrações financeiras devido às deficiências na mensuração dos intangíveis.

Lev (2001, 2003, 2004, 2005) é um dos principais autores que estudaram os intangíveis no mercado financeiro, realizando diversas pesquisas relacionando o valor de mercado e os intangíveis, em tópicos específicos de pesquisa e desenvolvimento, conceitos, reconhecimento e mensuração. Perez e Fama (2006) também analisaram a intangibilidade das companhias americanas constatando que as empresas com maior intensidade de intangíveis apresentam desempenho econômico superior.

Outras pesquisas pontuaram alguns itens intangíveis, como a reputação corporativa que é um atributo organizacional geral que reflete a extensão em que as partes interessadas externas percebem a empresa como boa (ROBERTS; DOWLING, 2002) e o *goodwill* verde decorre de uma política de evidenciação do

desempenho ambiental para o público que afeta a sua imagem e consequentemente o seu lucro.

Para os intangíveis identificáveis, Barth et al. (1998) apuraram resultados em sua pesquisa que sugerem que as estimativas são relevantes e suficientemente confiáveis para ser refletida nos preços das ações. No Brasil, Machado e Famá (2011) analisaram os dados das 120 maiores empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, nos anos de 2002 a 2007. Os autores identificaram que as empresas do Novo Mercado, com maiores práticas de governança, possui uma maior média de intangibilidade.

Belém e Marques (2012) analisaram 180 empresas listadas na Bovespa, entre 2000 a 2010, a fim de identificar a influência dos ativos intangíveis na rentabilidade do patrimônio líquido. No resultado encontrado as empresas que tiveram maior valor de ativos intangíveis mensurados pelos investidores por meio de seu valor de mercado, conseguiram gerar maior valor a seus acionistas.

Embora o foco da norma estrita relacionada ao reconhecimento de intangíveis referir-se ao *goodwill* adquirido, é possível ampliar o sentido de intangível para a diferença entre valor de mercado da empresa e valor contábil do patrimônio, semelhante a modelagem de mensuração empregada para outros termos usados por diferentes estudiosos, como reserva oculta (KANE; UNAL, 1990), capital intelectual (ROSS; ROSS, 1997), valor oculto (EDVINSON; MALONE, 1997), reputação (ROBERTS; DOWLING, 2002) e valor inexplicável (LEV, 2004).

2.4 Desenvolvimento da Hipótese de Pesquisa

O valor de uma empresa é uma função de suas perspectivas futuras percebidas, na qual os demonstrativos contábeis são capazes de fornecer dados e índices passados e presentes para o desenvolvimento de previsões e estabelecer o seu preço (HITCHNER, 2006).

A relação entre o valor de mercado e o valor contábil (índice *market-to-book*) tem aumentado, conforme pesquisas já citadas. Salamudin et al. (2010) também identificaram o desenvolvimento de intangíveis entre 2000 e 2006 o que demanda a necessidade de realizar a análise dos dados para identificar o que vem acontecendo no Brasil na última década.

Em virtude disso, instituiu-se a hipótese de que os ativos intangíveis reconhecidos e não reconhecidos têm aumentado ao longo do tempo. Assim, formula-se a hipótese de pesquisa: O valor dos ativos intangíveis tem aumentado ao longo do tempo.

3 METODOLOGIA

Nesta etapa, o pesquisador visando entender a realidade, promove o processo de estudo, construção, investigação e busca, que relacionam e confrontam informações, fatos, dados e evidências visando à solução de um problema sobre a realidade social (MARTINS; THEÓPHILO, 2009).

No ambiente contábil pode-se observar, identificar, definir e solucionar problemas práticos do negócio; isso tudo requer a especificação da questão de pesquisa, o desenvolvimento de hipóteses e estratégias alternativas de implementação (SMITH, 2003).

Segundo Lopes e Martins (2005), a falta de abordagem científica, a pouca preocupação com evidenciação empírica e o desenvolvimento de ciências correlatas como economia e finanças influenciaram a pesquisa em Contabilidade para que fossem sendo absorvidas outras perspectivas, abordagens e métodos.

As pesquisas positivistas procuram descrever como a Contabilidade é e o porquê, além de prever comportamentos de determinada população ou fenômeno, usualmente apoiado no método indutivo, estabelecendo as hipóteses que devem se testadas, antes de chegar a conclusões parciais (IUDÍCIBUS, 2010). Para Watts e Zimmerman (1990), a abordagem positiva da Contabilidade teve origem nos trabalhos de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) ao incorporar a metodologia de finanças no relacionamento da Contabilidade com o mercado de capitais.

A abordagem de mercado é um dos vários métodos empregados na avaliação de empresas, sendo que o analista precisa decidir quanto à importância do valor derivado da abordagem do mercado na avaliação do valor global. Às vezes, o valor da abordagem de mercado pode ser usado simplesmente como uma verificação de adequação de outros valores, e não é explicitamente incluída na avaliação final (HITCHNER, 2006).

Na pesquisa, foram empregadas empresas brasileiras que apresentaram dados na base de dados Economatica®, nos períodos trimestrais, tendo início no 1º trimestre de 2003 até o 4º trimestre de 2012. Para desenvolvimento da referida hipótese foi proposta a análise gráfica, dispensando o desenvolvimento de um modelo econométrico. Mesmo assim, alguns procedimentos técnicos e estatísticos precisam ser empregados para se chegar a análise.

Conforme ressalta Fernandes (2008), existe a necessidade de corrigir os dados pela inflação do período. Para identificação da relação entre o valor de mercado e do intangível não reconhecido, os dados foram corrigidos pelo IPCA e plotados em gráfico, empregando as seguintes variáveis: valor de mercado, patrimônio líquido e intangível não reconhecido, que se dá pela diferença entre as variáveis citadas anteriormente.

Ao adotar o valor em determinado momento, pela soma dos dados da variável em análise, identifica-se a limitação de que parte das variações é derivada do aumento ou diminuição da quantidade de empresas da amostra. No intuito de minimizar essa discrepância, optou-se por dividir os montantes de cada período, pela quantidade de entidades que disponibilizaram seus dados. Foi extraída a média dos valores das empresas, e comparada a variação entre um período e o seguinte.

$$TaxadeCrescimento_t = \left(\frac{M_t - M_{t-1}}{M_{t-1}} \right) \quad (1)$$

As taxas de crescimento individualizadas variaram no tempo, oscilando entre taxas negativas e positivas. A partir de então, foi estabelecida a taxa de crescimento de cada empresa, em dado momento. Agrupadas por período, foram plotadas a média e a mediana de cada período para análise.

Em relação aos ativos reconhecidos, cujos dados tem cortes temporais devido a alterações na legislação societária com a criação e extinção de grupos de contas, optou-se por apresentá-las plotadas em gráficos, pelo montante de todas as empresas que apresentaram observações.

4 RESULTADOS E ANÁLISE

A pesquisa visa verificar se os ativos intangíveis reconhecidos e não reconhecidos têm aumentado ao longo do tempo. Inicialmente, a partir do total de empresas com dados disponíveis no período de 2003 a 2012, foram gerados gráficos das informações financeiras corrigidas pelo IPCA, que são demonstradas no Gráfico 1.

Gráfico 1 – Evolução do Mercado Societário no Brasil (2003/2012)



Legenda: 2T4 = Ano 2002; Trimestre 4

Fonte: Dados da amostra

O gráfico evidencia a oscilação das variáveis valor de mercado, patrimônio líquido, intangível, *goodwill*, diferido, ágio e o intangível não reconhecido, durante sua trajetória de 2003 a 2012.

4. 1 Valor de Mercado e Intangível Não Reconhecido

O valor de mercado e o intangível não reconhecido tem relação muito próxima, cuja diferença advém do patrimônio líquido. Para plotagem dos dados, as empresas cujos dados estiveram disponíveis na base de dados foram agrupadas considerando as variáveis em análise, já corrigidas pelo IPCA, e evidenciadas no Gráfico 2.

Gráfico 2 – Evolução do Valor de Mercado, Patrimônio Líquido e Intangível não Reconhecido no Brasil (2003/2012)



Legenda: 2T4 = Ano 2002; Trimestre 4

Fonte: Dados da amostra

A evolução apresentada no gráfico demonstra um aumento superior a R\$ 2 trilhões no valor de mercado da amostra brasileira, entre 2003 e 2007. Por ocasião da crise financeira, em 2008, o mercado societário teve uma perda superior a R\$ 1,2 trilhões, parcialmente recomposta nos dois primeiros trimestres de 2009. Posteriormente o valor do mercado brasileiro se manteve relativamente estável com tendência de baixa.

A acelerada evolução do valor de mercado (preço das ações) sem o correspondente aumento nas estimativas do valor real, denota características de bolha especulativa. Essa possibilidade foi identificada e não rejeitada para o mercado brasileiro entre 1999 e 2006 (DE MEDEIROS; DAHER, 2008).

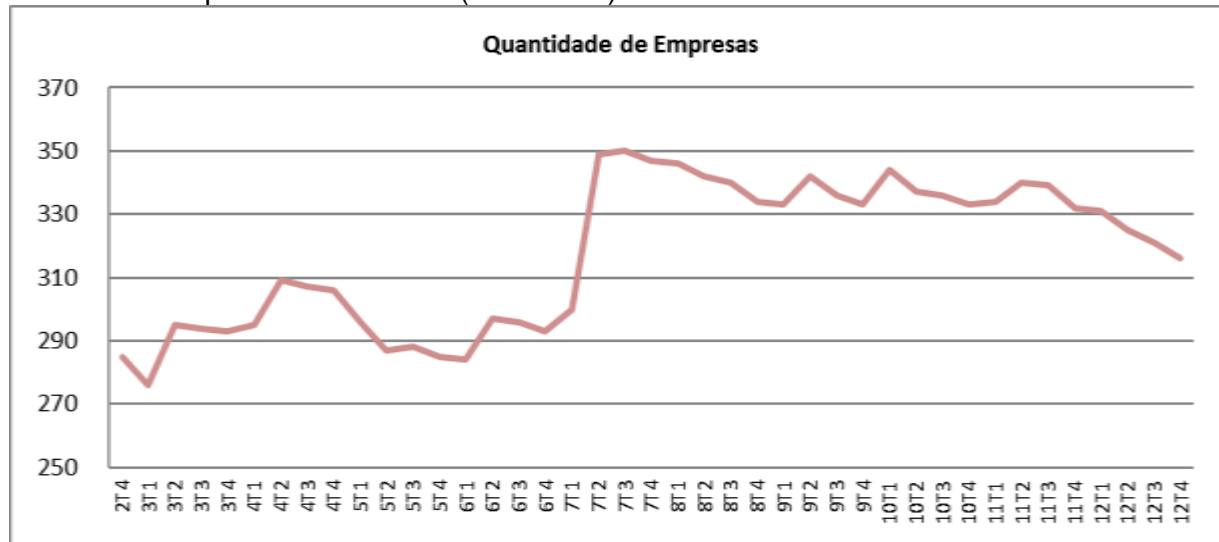
Apesar da oscilação no valor de mercado acumulado das empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, o patrimônio líquido dessas empresas manteve-se em crescimento de 144%, no período de 2003 a 2012. Da comparação entre as linhas de valor de mercado e de patrimônio líquido, cuja diferença demonstra os intangíveis não reconhecidos, percebe-se a pequena diferença em 2003 (R\$ 39 bilhões), seguido por um rápido crescimento até o ano de 2007, quando superou R\$ 2 trilhões. Uma variação de 5175%.

Após a crise, esse intangível não reconhecido do mercado brasileiro foi reduzido a R\$ 537 bilhões, queda de R\$ 1,49 trilhão, no encerramento do exercício de 2008. Uma queda de 73% do capital injetado pelos investidores, que não estavam lastreados em ativos escriturados.

Ainda no ano de 2009, os intangíveis não reconhecidos recuperaram parte das perdas referente à crise do *subprime* alcançando R\$ 1,6 trilhão, no segundo trimestre de 2009, que posteriormente foi sendo reduzido, alcançando R\$ 867 bilhões no encerramento de 2012. Nessa época, o intangível não reconhecido representou apenas 42% do montante que havia no segundo trimestre de 2007, quando chegou ao seu maior valor.

A análise gráfica apresentada a limitação de que parte das variações é derivada do aumento ou diminuição da quantidade de empresas da amostra, que oscilou entre 276 a 350 entidades, conforme Gráfico 3. Essa oscilação deve-se a entrada de novas empresas na Bolsa, enquanto outras saem, até mesmo por extinção ou fusão.

Gráfico 3 – Empresas da Amostra (2003/2012)

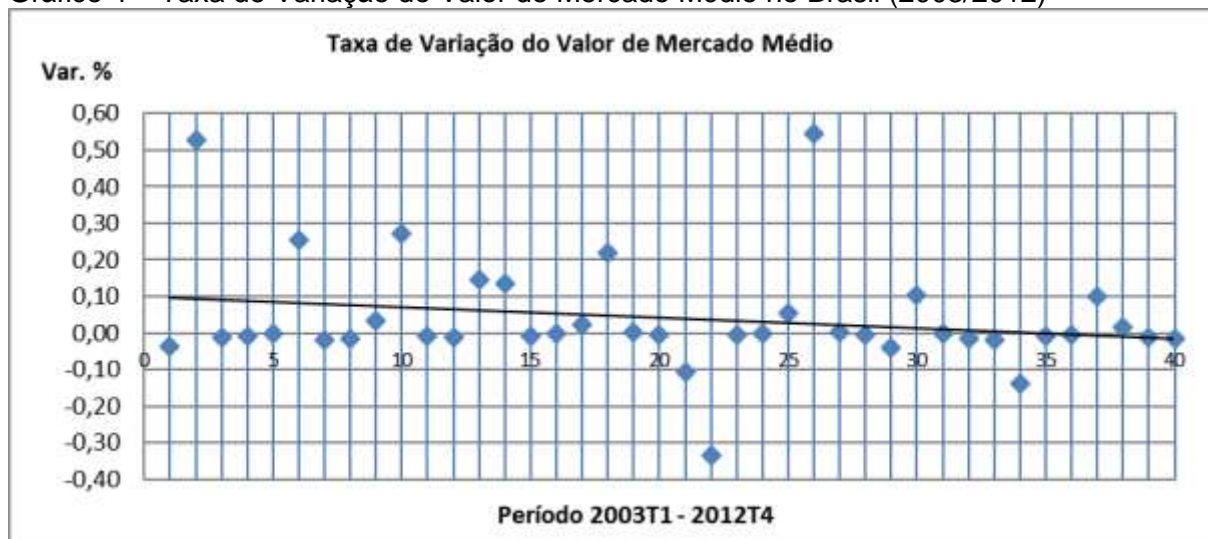


Legenda: 2T4 = Ano 2002; Trimestre 4
Fonte: Dados da amostra

No intuito de minimizar distorções derivada da entrada, saída, ou omissão de dados das empresas do mercado societário, optou-se por trabalhar com os dados agrupados das empresas que tiveram dados disponíveis na Bolsa de Valores em cada período, entre 2003T1 até 2012T4 (40 períodos). A partir do valor total agrupado, foi extraída a média das valores das empresas, e comparada a variação entre um período e o seguinte.

As taxas de variação do valor de mercado no período oscilaram entre -34% e 55% com tendência de decréscimo, conforme demonstrado no Gráfico 4.

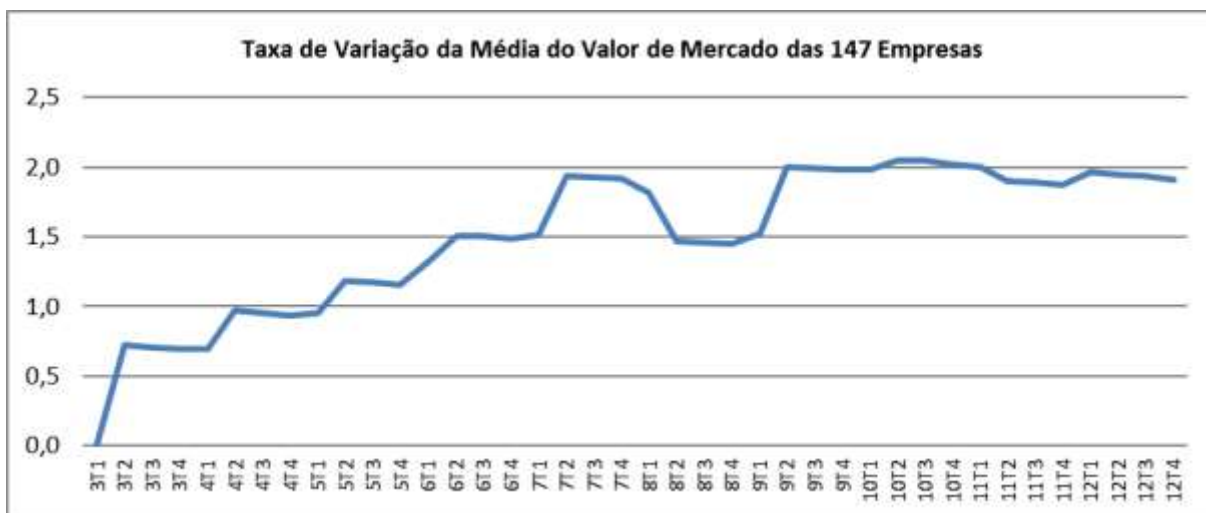
Gráfico 4 – Taxa de Variação do Valor de Mercado Médio no Brasil (2003/2012)



Legenda: 0 = Ano 2002 e Trimestre 4; 40 = Ano 2012 e Trimestre 4
Fonte: Dados da amostra

Considerando apenas a média da soma do valor de mercado das 147 empresas, que tiveram valores negociados para todo o período, o valor de mercado das empresas teve o comportamento expresso em taxas de crescimento acumuladas, conforme demonstradas no gráfico durante o período de 2003T2 até 2012T4.

Gráfico 5 – Taxa de Variação da Média do valor de Mercado de 147 Empresas no Brasil (2003/2012)



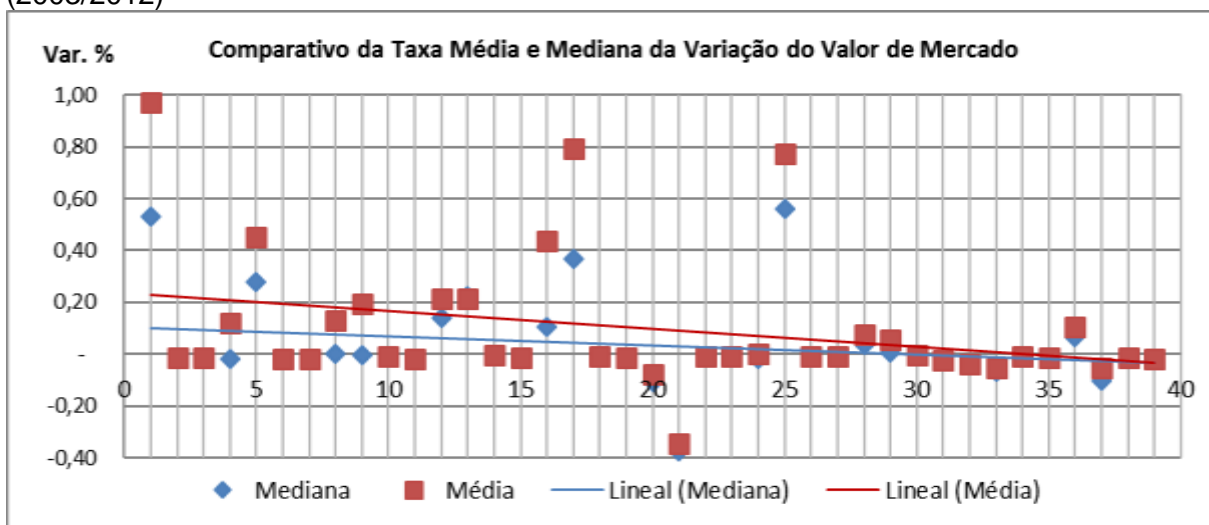
Legenda: 2T4 = Ano 2002; Trimestre 4

Fonte: Dados da amostra

Conforme demonstrado no Gráfico 5, o crescimento médio do valor de mercado acumulado das empresas foi de aproximadamente 200%, no período de 2003 a 2012. As curvas das variações do valor de mercado apresentaram relativa semelhança com os montantes dos valores. Ressalta-se que parte da grande elevação nos primeiros trimestres de 2003, deve-se em parte a recuperação da queda no valor de mercado ocorrida no final de 2002, pela incerteza do mercado em relação à sucessão presidencial. De Medeiros e Daher (2008) revelaram que nessa época o Ibovespa esteve no seu menor índice desde 1999.

As taxas de crescimento individualizadas variaram no tempo, alternando taxas de crescimento negativas e positivas. O Gráfico 6 apresenta as taxas de crescimento do valor de mercado, sendo que o período 1 indica o 1º trimestre de 2003, e o período 40 indica o 4º trimestre de 2012, pelas suas médias e medianas.

Gráfico 6 – Comparativo da Taxa Média e Mediana de Variação do Valor de Mercado (2003/2012)



Legenda: 0 = Ano 2002 e Trimestre 4; 40 = Ano 2012 e Trimestre 4

Fonte: Dados da amostra

O Gráfico 6 evidenciou as taxas de variação média e mediana do valor de mercado das 147 empresas que tiveram seus valores negociados durante todo o

período da amostra. O valor médio decorre da soma de todos valores dividido pela quantidade de observações enquanto o valor mediano refere-se a posição central dos valores, entre os extremos (LARSON; FARBER, 2010). O valor médio apresenta uma maior oscilação que o valor mediano, que reduz a influência de valores extremos. Conforme esperado, sem a influência dos valores extremos, a linha do valor mediano apresentou uma menor inclinação, mas ambas decrescentes no período de 2003 a 2012.

Os gráficos analisados demonstraram que o patrimônio líquido das empresas têm crescido continuamente no período de análise, entre 2003 e 2012. Enquanto isso, o valor de mercado também cresceu nesse intervalo, mas com taxas negativas nos últimos trimestres. Nos segundo e terceiro trimestres de 2007, o valor de mercado acumulado superou os R\$ 3 trilhões, apresentando características de bolha especulativa, seguido de uma brusca queda que consumiu R\$ 1,3 trilhão no período de um ano, que ficou conhecida como crise do *subprime*.

No intuito de atingir a proposta de análise, identificou-se que o intangível não reconhecido, resultado da diferença entre o valor de mercado e o patrimônio líquido, cresceu R\$ 828 bilhões no período de 10 anos, acompanhando a trajetória do valor de mercado, na bolha especulativa e na crise do *subprime*. A crise financeira consumiu R\$ 1,3 e R\$ 1,5 trilhão em valor de mercado e intangíveis não reconhecidos, respectivamente. Em termos relativos, o valor de mercado e o intangível não reconhecido foram consumidos em 44% e 73%, respectivamente, evidenciando a maior sensibilidade do intangível ao cenário econômico.

4.2 Intangíveis Reconhecidos

Seguindo a metodologia de agregar todas as empresas com dados disponíveis no período, analisaram-se os demais intangíveis ou em potencial como o intangível puro, o *goodwill*, o ágio intangível e o diferido, conforme Gráfico 7.

Gráfico 7 – Evolução dos Intangíveis no Mercado Societário Brasileiro (2003/2012)



Legenda: 2T4 = Ano 2002; Trimestre 4

Fonte: Dados da amostra

Em relação as variáveis analisadas, percebe-se que não ocorreram grandes oscilações até o ano 2008, que poderiam ser derivadas da crise do *subprime*. No entanto, a partir do encerramento de 2008 o ágio e o diferido apresentaram uma grande variação, que culminou no encerramento de 2010.

O intangível decorrente de bens incorpóreos reconhecidos e o *goodwill*

começaram a ser evidenciados nas demonstrações contábeis a partir do encerramento de 2010, quando alcançaram juntos R\$ 475 bilhões. Em relação ao último trimestre de 2012, esses intangíveis apresentaram uma queda de 13%, que corresponde a R\$ 61 bilhões.

As alterações na legislação societária foram determinantes para essas variações, como a Lei n. 11.638/2007, a Medida Provisória n. 449/2008, e a Lei n. 11.941/2009. As alterações na Lei n. 6.404/1976, impostas pela Lei n. 11.638/2007, criaram uma nova estrutura para o Balanço Patrimonial. No grupo intangível deveriam ser classificados os direitos que tivessem por objeto bens incorpóreos destinados à manutenção da companhia ou exercidos com essa finalidade, incluído o fundo de comércio adquirido.

Antes disso, a Deliberação CVM n. 488/2005 já havia inserido esse destaque para os intangíveis. Os bens intangíveis, na sua essência, são representados no balanço patrimonial como contratos de concessão, e direitos protegidos por propriedade intelectual como softwares, marcas, patentes, direitos autorais, entre outros (MALONE et al., 2006). O *goodwill* ou ágio representa a expectativa agregada de benefícios econômicos futuros pelo conjunto de intangíveis não identificados, inclusive a sinergia de ativos (JONHSON; PETRONE, 1998; IUDÍCIBUS et al., 2010).

A partir da evidenciação do reconhecimento da expectativa de rentabilidade futura como *goodwill*, no grupo de intangíveis, o ágio reconhecido anteriormente em conta específica teve uma redução drástica de 98%. A conta de registro do ágio costuma apresentar valores superiores durante os três primeiros trimestres do ano, e uma queda drástica no encerramento do exercício. No último trimestre de 2012 o valor correspondeu a 0,00026% do valor do terceiro trimestre de 2010; atualmente R\$ 132 milhões.

Os valores reconhecidos como ativos diferidos tiveram seu ápice no terceiro trimestre de 2008, com aproximadamente R\$ 6,7 bilhão, seguidos de uma queda de 83%. No encerramento do exercício de 2012, ainda restavam reconhecidos R\$ 115 milhões.

Posteriormente, a Lei n. 11.941/2009, extinguiu esse grupo de ativos, sendo que o saldo existente no encerramento de 2008, pela sua natureza, deveria ser realocado aos demais grupos, e na impossibilidade de reclassificação poderia permanecer até a completa amortização.

Complementando a análise, ao verificar o crescimento agrupado do intangível reconhecido no período, percebe-se grande variação no período, decorrente da extinção e criação de grupos de contas pela legislação societária. Em termos absolutos, os intangíveis reconhecidos cresceram de R\$ 43 bilhões para R\$ 414 bilhões, entre 2003 e 2012. Uma variação de 860%.

5 CONCLUSÕES

A pesquisa analisou como as empresas brasileiras desenvolveram ativos intangíveis a partir de 2003, qual foi o padrão de crescimento dos intangíveis, e o que acontece com os ativos intangíveis durante a crise financeira de 2008.

A evolução do valor de mercado das empresas listadas na BOVESPA resultou num aumento superior a R\$ 2 trilhões, entre 2003 e 2007. Por ocasião da crise financeira, em 2008, o mercado societário teve uma perda superior a R\$ 1,2 trilhão, parcialmente recomposta nos dois primeiros trimestres de 2009. Posteriormente o valor do mercado brasileiro se manteve relativamente estável com tendência de baixa. Nesse período, o patrimônio líquido dessas empresas manteve-

se em contínuo e suave crescimento de 144%, no período de 2003 a 2012.

Da comparação entre o valor de mercado e do patrimônio líquido, cuja diferença demonstra os intangíveis não reconhecidos, percebe-se um rápido crescimento até o ano de 2007, que superou R\$ 2 trilhões, uma variação de 5175%. Após a crise, o intangível não reconhecido foi reduzido em 74% do capital injetado pelos investidores, que não estavam lastreados em ativos.

Ainda no ano de 2009, os intangíveis não reconhecidos recuperaram parte das perdas referente à crise do *subprime* alcançando R\$ 1,6 trilhão, no segundo trimestre de 2009, que posteriormente foi reduzido alcançando R\$ 867 bilhões no encerramento de 2012. Nesse momento, o intangível não reconhecido representou apenas 42% do montante registrado no segundo trimestre de 2007, quando chegou ao seu maior valor.

As taxas de variação do valor de mercado no período oscilaram entre -34% e +55% com tendência de decréscimo. A partir da taxa de variação mensal da média do valor de mercado das 147 empresas, percebe-se que desde o início de 2003, o valor de mercado cresceu aproximadamente 200% até o encerramento do exercício de 2012.

Sobre a evolução dos intangíveis reconhecidos, como o intangível propriamente dito, o *goodwill*, o ágio e o diferido, percebe-se que não ocorreram grandes oscilações até o ano 2008, quando o ágio e o diferido apresentaram uma grande variação, que culminou no encerramento de 2010.

O intangível e o *goodwill* começaram a ser evidenciados nas demonstrações contábeis a partir do encerramento de 2010, quando alcançaram juntos R\$ 475 bilhões. Em relação ao último trimestre de 2012, esses intangíveis apresentaram uma queda de 13%, que corresponde a R\$ 61 bilhões. O principal determinante dessas variações foram as alterações na legislação societária pois criaram uma nova estrutura para o Balanço Patrimonial.

A partir da evidenciação do reconhecimento da expectativa de rentabilidade futura como *goodwill*, no grupo de intangíveis, o ágio reconhecido anteriormente em conta específica teve uma redução drástica de 98%. Os valores reconhecidos como ativos diferidos tiveram seu ápice no terceiro trimestre de 2008, com aproximadamente R\$ 6,7 bilhões, seguidos de uma queda de 83%. No encerramento do exercício de 2012, ainda restavam reconhecidos 115 milhões.

Em suma, a análise permitiu identificar que, assim como em outros mercados desenvolvidos, no Brasil os intangíveis cresceram na última década (LEV, 2001, SALAMUDIN et al., 2010). Em relação às limitações na análise da evolução dos intangíveis reconhecidos, destaca-se a alteração na legislação vigente entre 2007 e 2011 impondo a extinção e criação de contas, o que prejudica a evidenciação de evolução de tais ativos.

Referências

ANTUNES, M. T.; MARTINS, E. (2002): Capital Intelectual: verdades e mitos. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, n. 29, pp. 41-54, mai/ago.

BALL, R.; BROWN, P. (1968): An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 6, n. 6, pp. 159-178.

BALLOW, J.; BURGMAN, R.; MOLNAR, J. (2001): Managing for shareholder value: intangibles, future value and investment decision. **Journal of Business Strategy**, [s. l.], v. 25, n. 3, pp. 26-34.

- BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. (2001): The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: another view. **Journal of Accounting and Economics**, [s. l.], v. 31, n. 1, pp. 77-104.
- BARTH, M. E.; et al. (1998): Brand values and capital market valuation. **Review of Accounting Studies**, Berkeley, v. 3, pp. 41-68.
- BARTH, M. E.; KASZNIK, R.; MCNICHOLS, M. F. (2000). **Analyst Coverage and Intangible Assets**, 2000. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=263981>>. Acesso em: 18 out..
- BEAVER, W. H. (1968): The Information Content of Annual Earnings Announcements. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 6, pp. 67-92.
- BELEM, V. C.; MARQUES, M. M. (2012): A influência dos ativos intangíveis na rentabilidade do patrimônio líquido das empresas brasileiras. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 12., 2012, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP.
- BOULTON, R. S.; LIBERT, B. D.; SAMEK, S. M. (2001): **Cracking the value code**. New York: Harper Collings Publishers.
- CHOI, W. W.; KWON, S. S.; LOBO, G. J. (2000): Market Valuation of Intangible Assets. **Journal Business Research**, [s. l.], n. 49, pp. 35-45.
- CPC. (2013): **Comitê de Pronunciamentos Contábeis**. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acesso em: 3 fev.
- DE MEDEIROS, O. R.; DAHER, C. E. (2008): Evidências de Bolhas Especulativas no Mercado de Ações Brasileiro. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO (EnANPAD), 32., 2008. **Anais...** Rio de Janeiro: Anpad.
- EDVINSON, L.; MALONE, M.S. (1997): **Intellectual Capital: Realizing your Company's True Value by Finding its Hidden Brainpower**. New York: Harper Business.
- FAMA, E. F. (1991): Efficient capital markets II. **The Journal of Finance**, [s. l.], v. 46, n. 5, pp. 1575-1617.
- _____. (1970): Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, [s. l.], v. 25, n. 2, pp. 383-417.
- FERNANDES, B. V. R. (2008): **Evidências de Bolhas de Preços no Mercado Acionário Brasileiro**. 2008. 99 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Brasília.
- FLOWER, J. (2002): **Global Financial Reporting**. New York: Palgrave.
- GHOSH, D.; WU, A. (2007): Intellectual capital and capital markets: additional evidence. **Journal of Intellectual Capital**, [s. l.], v. 8, n. 2, p. 216-235.
- HALL, B.; KIM, D. (1998): **Valuing Intangible Assets: the Stock Market Value of R&D Revisited**, [s. l.], UC Berkeley - Harvard University - NBER.
- HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. (2011): **Teoria da Contabilidade**. 5. ed. São Paulo: Atlas.

HITCHNER, J. R. (2006): **Financial valuation**: applications and models. 2. ed. Hoboken: Wiley.

IASB. International Accounting Standards Board. (2011). Disponível em: <<http://www.ifrs.org/IFRSs/IAS.htm>>. Acesso em: 13 mar.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. (2013): Brasília, 2013. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca/ipca-inpc_201309_1.shtm>. Acesso em: 7 abr.

IUDICIBUS, S. (2010): **Teoria da Contabilidade**. 10. ed. São Paulo: Atlas.

IUDICIBUS, S.; et al. (2010): **Manual de Contabilidade Societária**. São Paulo: Atlas.

JOHNSON, L. T.; PETRONE, K. R. (1998): Commentary: Is Goodwill an Asset?. **Accounting Horizons**, Sarasota, v. 12, n. 3, sep.

KANE, E.J.; UNAL, H. (1990): Modeling structural and temporal variation in the market's valuation of banking firms. **The Journal of Finance**, [s. l.], v. 14, n. 1.

KENT, D.; TITMAN, S. (2006): Market Reactions to Tangible and Intangible Information. **Journal of Finance**, [s. l.], n. 61, v. 1, ago.

LARSON, R.; FARBER, B. (2010): **Estatística Aplicada**. São Paulo: Pearson.

LEV, B. (2001): **Intangibles**: management, measurement, and reporting. Washington, D.C., Brookings Institution Press.

LEV, B. (2003): Remarks on the Measurement, Valuation, and Reporting of Intangible Assets. **FRBNY Economic Policy Review**, New York, v. 9, n. 3, p. 17-22, sept.

_____. (2004): Sharpening the intangibles edge. **Harvard Business Review**, Cambridge, v. 82, n. 6, p. 109-16.

LEV, B. (2005): Intangible Assets: concepts and measurements. **Encyclopedia of Social Measurement**, New York, v. 2, p. 299-305.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. (2005): **Teoria da Contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas.

MACHADO, J. H.; FAMÁ, R. (2011): Ativos Intangíveis e Governança Corporativa no Mercado de Capitais Brasileiro. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 11., 2011, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP.

MALONE, T. W. et al. (2013): Do Some Business Models Perform Better than Others? **MIT Sloan Research Paper No. 4615-06**, May, 2006. Disponível em: <<http://seeit.mit.edu/Publications/BusinessModelsPerformance12July2006.pdf>>. Acesso em: 15 ago.

MARTINS, E. (1972): **Contribuição à avaliação do ativo intangível**. 1972. 107 f. Tese (Doutorado em Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. (2009): **Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Atlas.

PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. (2006): Ativos Intangíveis e o Desempenho Empresarial. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, n. 40, p. 7-24.

RADEBAUGH, L. H.; GRAY, S. J.; BLACK, E. L. (2006): **International Accounting and Multinational Enterprises**, [s. l.], 6. ed. John Wiley & Sons.

ROBERTS, P. W.; DOWLING, G. R. (2002): Corporate Reputation and Sustained Superior Financial Performance. **Strategic Management Journal**, [s. l.], n. 23, pp. 1077 - 1093.

RODOV, I.; LELIAERT, P. (2002): FiMIAM: financial method of intangible assets measurement. **Journal of Intellectual Capital**, Reino Unido, v. 3, n. 3, pp. 323–336.

ROSS, G.; ROSS, J. (1997): Measuring your company's intellectual performance. **Long Range Planning**, [s. l.], v. 30, n. 3.

SALAMUDIN, N. et al. (2010): Intangible assets valuation in the Malaysian capital market. **Journal of Intellectual Capital**, Reino Unido, v. 11, n. 3, pp. 391-405.

SANTOS, J. L.; et al. (2007): **Teoria da Contabilidade**: introdutória, intermediária e avançada. São Paulo: Atlas.

SCOTT, W. R. (2009): **Financial accounting theory**. Toronto: Prentice Hall.

SETH, A.; SONG, K. P.; PETTIT, R. (2002): Value Creation and Destruction in Cross-Border Acquisitions: an Empirical Analysis of Foreign Acquisitions of U.S. Firms. **Strategic Management Journal**, [s. l.], n. 23, pp. 921-940.

SMITH, M. (2003): **Research Methods in Accounting**. London: SAGE.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. (1990): Positive accounting theory: a ten year perspective. **The Accounting Review**, [s. l.], v. 65, n. 1, jan.

WILSON, R. M. S.; STENSON, J. A. (2008): Valuation of information assets on the balance sheet: the recognition and approaches to the valuation of intangible assets. **Business Information Review**, Los Angeles, v. 25, n. 3, pp. 167–182.

ZHANG, D (2003): Intangible Assets and Stock Trading Strategies. **Managerial Finance**, [s. l.], v. 29, n. 10.

Apêndice I - Saldos Agrupados por Período

(Em mil reais)

Per	VM	PL	Intg	Gdw	Dif	Ágio	INR	Qtd
2T4	691.270.761	652.365.875	-	-	42.981.483	-	38.904.887	285
3T1	644.383.347	647.754.467	-	-	37.299.222	-	- 3.371.120	276
3T2	1.053.161.811	660.919.506	-	-	37.302.204	-	392.242.305	295
3T3	1.037.417.360	666.187.860	-	-	36.297.099	-	371.229.499	294
3T4	1.025.193.229	658.479.118	-	-	36.649.615	-	366.714.111	293
4T1	1.029.801.667	671.170.627	-	-	35.977.222	-	358.631.040	295
4T2	1.354.435.746	690.967.378	-	-	33.115.059	-	663.468.368	309
4T3	1.318.498.056	727.322.312	-	-	32.144.150	-	591.175.744	307
4T4	1.292.272.067	713.888.420	-	-	31.099.699	-	578.383.648	306
5T1	1.290.455.752	727.119.282	-	-	28.603.990	-	563.336.470	296
5T2	1.589.681.559	757.504.281	-	-	30.117.400	-	832.177.278	287
5T3	1.580.918.508	798.380.895	-	-	34.722.801	-	782.537.613	288
5T4	1.543.438.831	775.786.827	-	-	34.354.361	-	767.652.004	285
6T1	1.763.922.835	807.327.801	-	-	33.214.822	-	956.595.035	284
6T2	2.093.607.027	830.853.582	-	-	34.971.358	-	1.262.753.445	297
6T3	2.065.392.752	863.257.359	-	-	28.826.027	-	1.202.135.392	296
6T4	2.037.527.458	889.257.514	-	-	26.660.210	38.742.643	1.148.269.945	293
7T1	2.132.054.683	923.905.221	-	-	25.918.133	45.407.602	1.208.149.463	300
7T2	3.026.286.977	974.127.107	-	-	34.241.403	47.841.208	2.052.159.870	349
7T3	3.038.094.697	1.015.208.776	-	-	33.099.038	47.392.478	2.022.885.920	350
7T4	2.995.765.627	1.023.957.932	-	-	31.630.108	52.942.936	1.971.807.696	347
8T1	2.671.733.879	1.040.253.683	-	-	31.230.823	54.347.698	1.631.480.195	346
8T2	1.753.976.900	1.093.301.164	-	-	29.862.403	94.484.006	660.675.736	342
8T3	1.733.841.016	1.192.999.120	-	-	65.133.859	99.832.130	540.841.897	340
8T4	1.701.336.067	1.164.209.730	-	-	11.231.548	221.458.379	537.126.336	334
9T1	1.787.679.819	1.190.971.587	-	-	10.073.257	262.680.170	596.708.232	333
9T2	2.838.153.960	1.194.700.567	-	-	8.630.871	255.576.472	1.643.453.393	342
9T3	2.795.342.996	1.235.087.822	-	-	8.148.622	255.631.809	1.560.255.174	336
9T4	2.752.412.109	1.268.086.130	-	-	6.774.570	277.305.811	1.484.325.979	333
10T1	2.726.041.344	1.361.594.330	-	-	937.951	410.942.733	1.364.447.014	344
10T2	2.951.398.661	1.390.717.898	-	-	819.917	412.378.839	1.560.680.762	337
10T3	2.936.630.400	1.569.751.406	-	-	808.514	502.454.804	1.366.878.994	336
10T4	2.862.448.194	1.564.318.223	370.100.869	105.826.321	664.180	9.768.709	1.298.129.972	333
11T1	2.814.009.915	1.588.841.842	347.204.606	82.790.242	300.487	14.237.261	1.225.168.073	334
11T2	2.468.890.396	1.635.845.509	385.314.404	76.847.268	445.773	13.705.763	833.044.887	340
11T3	2.442.909.606	1.657.315.279	391.338.513	79.967.495	395.746	17.153.425	785.594.328	339
11T4	2.377.018.459	1.634.443.988	380.252.272	111.731.770	169.292	157.214	742.574.471	332
12T1	2.607.811.110	1.629.538.115	321.467.394	98.340.692	282.471	19.612.620	978.272.995	331
12T2	2.602.878.596	1.636.465.694	304.118.889	99.736.111	241.710	23.357.864	966.412.902	325
12T3	2.541.239.587	1.645.120.438	297.711.216	98.942.505	210.716	34.631.474	896.119.148	321
12T4	2.458.909.579	1.591.641.748	314.376.427	99.714.241	115.880	132.077	867.267.831	316
Total	84.428.243.34	44.760.946.41	3.111.884.58	853.896.64	875.703.99	3.212.176.12	39.667.296.93	13.02
	4	3	9	5	1	6	1	6