

FACULDADE FIA DE ADMINISTRAÇÃO E NEGÓCIOS
Fundação Instituto de Administração

Lígia Pugliesi Lara

**AVALIAÇÃO E COMPARAÇÃO DO CAPITAL INTELECTUAL DE EMPRESAS DE
CAPITAL FECHADO COM BASE EM INFORMAÇÕES PÚBLICAS DISPONÍVEIS**

São Paulo
2021

Lígia Pugliesi Lara

**AVALIAÇÃO E COMPARAÇÃO DO CAPITAL INTELECTUAL DE EMPRESAS DE
CAPITAL FECHADO COM BASE EM INFORMAÇÕES PÚBLICAS DISPONÍVEIS**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Mestrado Profissional em Gestão de Negócios, mantida pela Fundação Instituto de Administração, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Gestão de Negócios.

Orientador: Prof. Dr. Rodolfo Leandro de Faria Olivo.

São Paulo
2021

Lara, Lígia Pugliesi.

Avaliação e comparação do capital intelectual de empresas de capital fechado com base em informações públicas disponíveis. / Lígia Pugliesi Lara. São Paulo, [s.n.]: 2021. 86 f.: il., tab.

Orientador: Prof. Dr. Rodolfo Leandro de Faria Olivo.

Área de concentração: Administração.

Dissertação (Mestrado Profissional em Gestão de Negócios) – Faculdade FIA de Administração e Negócios, Programa de Pós-Graduação em Stricto Sensu, 2021.

1. Capital Intelectual. 2. Empresas de capital fechado. 3. Avaliação de empresas. 4. Comparação de empresas. 5. Ativos intangíveis. 6. Segmento de panificação - Brasil. I. Olivo, Rodolfo Leandro de Faria. II. Mestrado Profissional. III. Faculdade FIA de Administração e Negócios. IV. Fundação Instituto de Administração.

FOLHA DE APROVAÇÃO

Lígia Pugliesi Lara

AVALIAÇÃO E COMPARAÇÃO DO CAPITAL INTELECTUAL DE EMPRESAS DE CAPITAL FECHADO COM BASE EM INFORMAÇÕES PÚBLICAS DISPONÍVEIS

Aprovada em: 25 de fevereiro de 2021.

Prof. Dr. Rodolfo Leandro de Faria Olivo (Orientador)

Prof.^a Dr.^a Marisa Pereira Eboli

Prof. Dr. Marcos Antonio Gaspar

DEDICATÓRIA

À minha família, em especial a minha mãe e a meu marido, que zelaram pela pequena Bia nascida no meio deste projeto. Ao meu professor e orientador, Rodolfo, que esteve presente em todos os momentos dessa jornada.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha família, que me apoiou desde o início das provas de seleção para o mestrado até a última entrega.

Agradeço ao Prof. Dr. Rodolfo Leandro de Faria Olivo a orientação e dedicação em todas as etapas deste trabalho.

Agradeço aos professores da banca de qualificação e defesa as importantes recomendações.

Agradeço à professora Dr.^a Íris Gardino, a valiosa contribuição no final do trabalho.

Agradeço a todos os professores do Mestrado da FIA, que nos inspiraram e nos motivaram a ir sempre mais longe.

Agradeço à empresa em que trabalho o incentivo à pesquisa.

Agradeço aos queridos colegas da FIA, em especial aos que contribuíram neste trabalho, o aprendizado conjunto.

Agradeço também à FIA e seus colaboradores a excepcional cordialidade e atenção que tornam esta experiência mais marcante.

*O que prevemos raramente ocorre;
o que menos esperamos geralmente acontece.*

Benjamin Disraeli

RESUMO

É sabido que a própria natureza das sociedades de capital fechado brasileiras – as quais não são legalmente obrigadas a conferir publicidade a suas ações e resultados econômicos – dificulta a sua análise. O trabalho consistiu em adaptar o modelo do navegador do Capital Intelectual de Stewart (1998) para a avaliação de forma gráfica do Capital Intelectual de dez empresas nacionais dedicadas à fabricação e/ou comercialização de ingredientes para panificação com estrutura de capital fechado. A falta de informação pública sobre essas empresas foi o principal desafio, entretanto uma série de informações estão disponíveis de forma dispersa em portais de consulta do governo, portais jurídicos, junta comercial, redes sociais, revistas, eventos, instituto de registro de marcas e patentes e outros portais que permitem avaliar de alguma forma as organizações. Os parâmetros para avaliação do Capital Intelectual foram definidos de acordo com a metodologia de Stewart (1998) e validados por especialistas, por meio de entrevistas semi-estruturadas que examinaram a convergência de cada ponto com a experiência prática. Conclui-se que 10 dos 12 indicadores estudados neste trabalho eram fortemente relacionados ao Capital Intelectual das organizações: Ausência de débitos (trabalhistas, protestos e ações judiciais), Capacidade de realizar operações internacionais, Tempo de existência da empresa, Cobertura de mercado, Abrangência do portfolio, Inovações com patentes, Especialização do time, Marcas Registradas, Presença digital e Presença em feiras e revistas do segmento. Dentre os aspectos mais relevantes destacam-se: a presença de débitos trabalhistas, protestos financeiros e ações judiciais para avaliar o capital estrutural administrativo e a amplitude da cobertura comercial para avaliação do capital estrutural de mercado.

Palavras-chave: Capital Intelectual, Empresas de Capital fechado, Avaliação de empresas, Ativos intangíveis, Comparação de empresas.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Publicações sobre Capital Intelectual, Avaliação de empresas e <i>Goodwil</i> (Google acadêmico).....	17
Tabela 2 - Publicações sobre Capital Intelectual, Avaliação de empresas e <i>Goodwill</i> (EBSCO)	17
Tabela 3 - Publicações sobre Capital Intelectual em conjunto com Empresas de Capital fechado (<i>Google acadêmico</i>).....	18
Tabela 4: Avaliação dos Indicadores-Chave do Capital Intelectual, Percentual de respostas Concordo totalmente ou Concordo parcialmente em relação ao total de respostas do aspecto avaliado.....	58
Tabela 5 - Avaliação e pontuação dos índices das empresas analisadas	71
Tabela 6 - Avaliação e pontuação dos indicadores-chave das empresas.....	71

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Navegador do Capital Intelectual de Stewart (1998).....	28
Figura 2 – Logomarca Prozyn®	64
Figura 3 – Logomarca Granotec® Granolab®	64
Figura 4 - Logomarca Arcolor®.....	65
Figura 5 - Logomarca PMAN®.....	66
Figura 6 - Logomarca Adimix®	67
Figura 7 - Logomarca Festpan®.....	67
Figura 8 - Logomarca ITAIQUARA®	68
Figura 9 - Logomarca ADINOR®.....	69
Figura 10 - Logomarca PRONAP	69
Figura 11 - Logomarca Nilpan®	70

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Indicadores de Ativos Intangíveis presentes no Capital Intelectual.....	23
Quadro 2 - Classificação de ativos intangíveis presentes no Capital Intelectual	25
Quadro 3 - Atributos da marca e seus Indicadores de Desempenho	31
Quadro 4 - Metodologias avaliadas para comparação do Capital Intelectual	34
Quadro 5 - Elementos que caracterizam o Capital Estrutural – Administrativo com a respectiva pontuação.....	42
Quadro 6 - Elementos que caracterizam o Capital Estrutural – Mercado com a respectiva pontuação.....	44
Quadro 7 - Elementos que caracterizam o Capital Humano – Inovação com a respectiva pontuação.....	46
Quadro 8 - Elementos que caracterizam o Capital de Relacionamento - Marketing com a respectiva pontuação.....	47
Quadro 9 – Questionário com a escala utilizada pelos respondentes para avaliar os elementos do Capital de Relacionamento.....	49
Quadro 10: Matriz de Amarração	54
Quadro 11 - Empresa 1: Prozyn®	64
Quadro 12 - Empresa 2: Granotec®	65
Quadro 13 - Empresa 3: Arcolor®	65
Quadro 14 - Empresa 4: PMAN®	66
Quadro 15 - Empresa 5: Adimix®	67
Quadro 16 - Empresa 6: Festpan®	68
Quadro 17 - Empresa 7: ITAIQUARA®	68
Quadro 18 - Empresa 8: ADINOR®	69
Quadro 19 - Empresa 9: PRONAP	70
Quadro 20 - Empresa 10: NILPAN®	70
Quadro 21 - Visualização gráfica da aplicação do método Navegador do Capital Intelectual das empresas: Prozyn®, Granotec®, Arcolor®, PMAN®, Adimix® e Festpan®.....	73
Quadro 22: Visualização gráfica da aplicação do método Navegador do Capital Intelectual das empresas: Itaiquara®, Adinor® e Pronap e Nilpan®.....	75

SUMÁRIO

RESUMO	8
1 INTRODUÇÃO	11
1.1 Pergunta de Pesquisa	15
1.2 Objetivos	15
1.3 Delimitação do Escopo	16
1.4 Justificativa	16
1.5 Estrutura da dissertação	19
2 REFERENCIAL TEÓRICO	20
2.1 Ativos intangíveis	20
2.2 Elementos do Capital Intelectual	22
2.3 Modelos de avaliação do Capital Intelectual	27
2.3.1 Avaliação da metodologia: Navegador do Capital Intelectual	27
2.3.2 Avaliação de Valor de Marca – <i>Scorecard</i>	31
2.3.3 Avaliação por entrevista analisada com a Lógica Fuzzy	32
2.4 Comparação dos métodos utilizados para avaliação do Capital Intelectual	33
3 MATERIAIS E MÉTODOS	36
3.1 Avaliação dos elementos que constituem o Capital Intelectual	36
3.1.1 Abordagem	36
3.1.2 Metodologia aplicada: Capital Intelectual	37
3.1.3 Método: Pesquisa documental com base em dados secundários	38
3.1.4 Unidade de Análise	48
3.2 Avaliação dos parâmetros que caracterizam o Capital Intelectual por especialistas por meio de entrevistas	48
3.3 Matriz de amarração	53
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	55
4.1 Breve caracterização do segmento de panificação	55

4.2	Ajuste do método de Stewart ao mercado de ingredientes para panificação	56
4.3	Visão crítica de especialistas sobre os indicadores-chave do Capital Intelectual....	57
4.4	A avaliação das empresas do segmento	62
5	Considerações finais.....	78
	BIBLIOGRAFIA	82

1 INTRODUÇÃO

O processo de avaliação de uma empresa é um assunto que desperta grande interesse de analistas financeiros, em processos de fusões e aquisições e de gestores que buscam entregar aos seus clientes as melhores práticas de mercado. Nos dois casos, a avaliação comparativa é muito importante, pois posiciona uma organização num contexto específico.

A avaliação não é um processo objetivo e sua subjetividade deve ser considerada do ponto de vista do interesse do analista e da qualidade das informações públicas disponíveis (DAMODARAN, 2007).

Os métodos tradicionais de avaliação de empresa baseiam-se no valor de mercado acionário, patrimônio contábil, valor dos ativos tangíveis e intangíveis, resultado da venda de novos produtos, qualidade do atendimento de clientes, tempo dos funcionários dedicados a treinamentos e planejamento, entre outras questões particulares da empresa (STEWART, 1998).

Empresas de capital aberto apresentam seus resultados e fatos relevantes formalmente atendendo aos critérios regulatórios do setor, o que padroniza e facilita a avaliação de sua situação pelos analistas. Por sua vez, as empresas de capital fechado apresentam maior dificuldade e demandam recursos consideráveis dos avaliadores para que consigam informação de qualidade (SHEN, 2003).

O processo de avaliação de uma empresa tradicionalmente é definido pela combinação de dois elementos:

1. ativos tangíveis identificados e passivos assumidos e
2. ativos intangíveis identificados, *Goodwill* (ativos intangíveis não identificáveis) e Capital Intelectual.

O primeiro aspecto pode ser quantificado pela análise das demonstrações financeiras, em especial do balanço patrimonial, formado pelos ativos mais óbvios de uma empresa, como os imobiliários, linha de produção, estoque, frota, entre outros que atendam a definição de ativos e proporcionem benefícios econômicos futuros por meio do seu emprego nas atividades da empresa.

Os ativos intangíveis devem estar presentes no balanço e seguem regulamentação específica: a CPC 04 (R1), que define como ativos não monetários identificáveis e sem substância física, e pressupõe que os ativos sejam separáveis e quantificáveis. Por diversas dificuldades em estabelecer o valor justo do ativo, como imprecisões metodológicas ou ausência de informações, a empresa pode, pelo princípio do conservadorismo, não o incluir no balanço. Exemplos de ativos intangíveis são *softwares*, marcas, licenças, fórmulas, direitos autorais e patentes (CPC, 2010).

O *Goodwill* compreende os ativos intangíveis não identificáveis que, por sua vez, não atendem o CPC 04 (R1) e correspondem ao valor pago por uma empresa acima do valor do patrimônio líquido (CPC, 2010).

O *Goodwill* também pode ser entendido como a “mais-valia” entre o valor justo de mercado e o valor contábil. Neste caso, a experiência, *know-how* dos funcionários, carteira de clientes, satisfação de clientes e localização são pontos importantes na mensuração do *Goodwill* (IUDÍCIBUS, 2010).

O valor do *Goodwill* é objeto de diversos estudos. Damodaram (2009) afirma que uma empresa com força de trabalho bem treinada, leal e inteligente deve valer mais do que outra semelhante, com colaboradores menos qualificados, ativo denominado Capital Humano. Esse capital, somado ao capital administrativo e ao capital estrutural compõem o Capital Intelectual de uma companhia, segundo Stewart (1998), que impacta significativamente a avaliação de uma empresa.

No presente trabalho, buscou-se uma forma de comparar o Capital Intelectual de diversas sociedades de capital fechado num segmento de mercado específico. A dificuldade para realizar esta avaliação pode ser explicada por três aspectos, a seguir descritos.

O primeiro aspecto considera que empresas de capital fechado não são obrigadas a divulgar seus resultados, o que inviabiliza uma análise financeira tradicional das companhias.

O segundo aspecto é que não é possível calcular nem estimar o valor dos ativos tangíveis e intangíveis, como *softwares* utilizados, estoques num determinado momento ou os equipamentos de uma linha de produção de uma empresa que não abre seus resultados para o mercado.

O terceiro aspecto difícil de avaliar externamente é o investimento realizado para o desenvolvimento do Capital Intelectual.

Para tentar solucionar o problema apresentado, ou seja, avaliar empresas de capital fechado, foi realizada uma busca por metodologias que utilizassem informações públicas igualmente disponíveis para quaisquer empresas e permitissem uma avaliação consistente.

As metodologias encontradas na literatura oferecem caminhos indiretos para comparar as organizações, considerando a satisfação do cliente, o conhecimento dos colaboradores, a agilidade dos processos, a importância da Inovação, a experiência da empresa, o índice de Inovação dos produtos, importância da carteira de clientes, satisfação de clientes e localização, entre outros requisitos classificados como ativos intangíveis ou Capital Intelectual.

A definição de ativo intangível apresentada na literatura é diferente da definição contábil contida no CPC 04 (R1), em que os ativos intangíveis precisam ser identificáveis, controláveis e geradores de benefícios econômicos futuros; não são considerados como ativos intangíveis os valores despendidos com pesquisas ou com prospecção de clientes que não possam ser protegidos por contratos (CPC, 2010).

Segundo a literatura, Stewart (1998), Kayo (2002), Legey Júnior *et al.* (2010) e Milone (2004), ativo intangível e Capital Intelectual compõem os elementos que qualificam a organização e não são limitados pela definição contábil supramencionada; como exemplo, a satisfação dos clientes e o conhecimento dos funcionários.

Com o intuito de se comparar o Capital Intelectual de organizações de forma consistente num universo de empresas com capital fechado que não possuem obrigação de divulgar balanço financeiro e relatórios ao mercado, no presente trabalho concentrou-se em encontrar uma metodologia, em buscar elementos que tornassem a aplicação possível e validasse a escolha desses elementos com especialistas.

Foram mapeadas três metodologias como referência: *Scorecard* do Milone (2013), entrevistas com análise utilizando *Fuzzy* de Legey Júnior *et al.* (2010) e o Navegador de Capital Intelectual de Stewart (1998). Escolheu-se a metodologia de Stewart, pois foi a que melhor se adequou à base de dados disponível, composta por informações públicas.

Stewart (1998) aponta quais critérios devem ser analisados na escolha dos elementos que farão parte do Navegador do Capital Intelectual. A contribuição desta pesquisa consistiu em aplicar esses critérios e construir um modelo aplicável ao Brasil, especialmente às empresas de capital fechado.

O desafio consistiu em encontrar elementos relevantes para um segmento de mercado e organizá-los de forma lógica e ponderada de acordo com a metodologia de Stewart (1998), o que permitiu uma comparação justa entre empresas que atuam no mesmo mercado e que não divulgam seus resultados financeiros.

É muito difícil se conseguirem informações de organizações com capital fechado no Brasil, principalmente das pequenas e médias empresas, pois não existe o compromisso de divulgação em associações ou órgãos públicos. A grande contribuição deste trabalho consiste em buscar elementos comparativos de fontes públicas, portais do governo, portais jurídicos, empresas avalistas de crédito, revistas do segmento de panificação, *sites* dos fabricantes e mídias sociais que permitam uma avaliação objetiva das empresas.

É importante elucidar que os elementos comparativos definidos no modelo foram aplicados a diversas empresas nacionais do mercado de ingredientes para panificação, segmento pouco abordado na literatura. Estima-se que a panificação e a confeitaria movimentem mais de 95 bilhões de reais anualmente, segundo a ABIP (2019), um segmento relevante para o mercado nacional. A aplicação permitiu comparar o Capital Intelectual de várias companhias desse segmento e identificar os pontos fortes e fracos de cada uma delas.

No cenário nacional, em que é difícil acessar informações sobre empresas de capital fechado, aplicar uma metodologia que permita avaliar essas companhias desperta grande interesse pela literatura e pelo mercado. A avaliação do Capital Intelectual foi o caminho escolhido como critério de comparação. Encontrar formas de avaliação apropriadas às organizações de capital fechado e aplicá-las é o aspecto motivador desse trabalho.

1.1 Pergunta de Pesquisa

A falta de informação pública sobre as empresas constitui o principal problema deste trabalho, entretanto uma série de informações estão disponíveis de forma dispersa em portais de consulta do governo, portais jurídicos, junta comercial, redes sociais, revistas, eventos, instituto de registro de marcas e patentes e outros portais abertos para consulta a qualquer pessoa.

Como avaliar o Capital Intelectual de uma empresa de capital fechado? E como comparar o Capital Intelectual com outras empresas do mesmo segmento? Para comparar é preciso utilizar uma metodologia aplicável ao segmento de mercado escolhido: empresas nacionais de ingredientes para panificação.

1.2 Objetivos

O objetivo geral deste trabalho consiste em adaptar o modelo de Stewart (1998) para avaliar e comparar o Capital Intelectual de empresas nacionais com estrutura e capital fechado com base em informações públicas no segmento de mercado escolhido: o de ingredientes para panificação.

A fim de atingir o objetivo geral explicitado, é necessário atingir os objetivos específicos, a seguir descritos.

1.º Objetivo específico: adaptar a metodologia de avaliação do Capital Intelectual de Stewart (1998) para a realidade das empresas brasileiras com estrutura de capital fechado;

2.º Objetivo específico: identificar os parâmetros para avaliação do Capital Intelectual de acordo com a metodologia de Stewart (1998) e as informações públicas disponíveis;

3.º Objetivo específico: aplicar a metodologia adaptada de Stewart (1998), conforme os objetivos específicos 1 e 2 para empresas do segmento de mercado em estudo.

4.º Objetivo específico: analisar não apenas os parâmetros definidos no objetivo específico 2, discutindo os principais pontos com especialistas em Capital Intelectual, mas também a convergência com a experiência prática.

1.3 Delimitação do Escopo

Neste trabalho visa-se adaptar uma metodologia de avaliação do Capital Intelectual que permita a comparação do Capital Intelectual nas empresas de capital fechado utilizando-se informações públicas disponíveis.

O trabalho de campo é restrito às informações divulgadas por entidades reguladoras, pela própria companhia, por colaboradores ou por avalistas de crédito.

1.4 Justificativa

O Capital Intelectual é o produto de todo conhecimento de uma organização, que pode proporcionar vantagem competitiva. Sua natureza é intangível, ao contrário dos ativos que os empresários e contadores estão acostumados a lidar, como equipamentos, sítios de produção, centros de distribuição e propriamente, o dinheiro. Exemplifica-se pelo conhecimento da força de trabalho, experiência dos trabalhadores que sabem as alternativas para melhorar a eficiência de uma indústria, o treinamento e a intuição de pesquisadores para desenvolver um novo produto (STEWART, 1998).

Com a proposta deste trabalho, o mercado brasileiro terá uma ferramenta para comparar o Capital Intelectual nas empresas do mesmo segmento. As empresas terão uma metodologia para verificar a situação do seu Capital Intelectual em relação ao dos concorrentes de mercado utilizando informações públicas disponíveis.

A comparação do Capital Intelectual com empresas de referência é apropriada para as organizações nas definições de boas práticas de gestão, permite avaliar em quais aspectos a empresa precisa investir para se equiparar aos seus melhores concorrentes. Em outro cenário, essa comparação permite identificar empresas mais atrativas em processos de fusões e aquisições.

Para a Academia, amplia os estudos sobre Capital Intelectual que abordem, especificamente, empresas de capital fechado do mercado brasileiro. O mercado-alvo, empresas de ingredientes para panificação de pequeno, médio e grande portes, foi pouco explorado pela literatura, pelo crescente aumento de publicações sobre os temas abordados neste trabalho: Capital Intelectual, Avaliação de empresas, Avaliação do *Goodwill*, *Valuation of Goodwill* e Empresas de Capital Fechado.

Numa busca dessas expressões no sistema *Google Acadêmico*, notou-se o grande número de publicações sobre Capital Intelectual, assunto-chave deste trabalho, e um crescimento significativo de publicações sobre Empresas de capital fechado, que foram pouco expressivos até 1999. Os dados dessa pesquisa estão apresentados na Tabela 1.

Tabela 1 - Publicações sobre Capital Intelectual, Avaliação de empresas e *Goodwill* (*Google acadêmico*)

	1950 – 1999	2000 – 2009	2010 – 2019
	(50 anos)	(10 anos)	(10 anos)
Capital Intelectual	1.070	16.600	18.400
Avaliação de empresas	216	1.750	4.600
Empresas de capital fechado	48	447	1.330
<i>Valuation of Goodwill</i>	256	276	525
<i>Intangible Goodwill</i>	139	133	233
Total	1.729	19.206	25.088

Fonte: *Google Acadêmico*. Consulta realizada em 1.º.01.2020.

A avaliação do aumento de publicações também foi feito no sistema EBSCO, no qual também se observou um crescimento das publicações na segunda década do século XXI comparada às da primeira década e, conseqüentemente, em relação às da segunda metade do século XX, entre 1950-1999, conforme apresentado na Tabela 2. É preciso ponderar que o sistema EBSCO acessa um número de bases menor do que o *Google Acadêmico*, por isso o número de publicações encontrado é sensivelmente inferior; além disso, a busca pelos termos restritos, utilizando-se aspas, não se mostrou eficiente.

Tabela 2 - Publicações sobre Capital Intelectual, Avaliação de empresas e *Goodwill* (EBSCO)

	1950 – 1999	2000 – 2009	2010 – 2019
	(50 anos)	(10 anos)	(10 anos)
Capital Intelectual	1	47	182
Avaliação de empresas	60	53	172
Empresas de capital fechado	6	1	23
<i>Valuation of Goodwill</i>	41	74	130
<i>Intangible Goodwill</i>	170	247	333
Total	278	422	840

Fonte: *EBSCO*, consulta realizada em 14.12.2020.

Observa-se na pesquisa realizada no sistema *Google Acadêmico*, apresentado acima, que o número absoluto de publicações sobre os termos e expressões abordados neste trabalho cresceu de forma expressiva, saindo de 1.729 publicações entre 1950 e 1999 para mais de 25 mil publicações nos últimos 10 anos. O assunto “Capital Intelectual” é o mais atrativo e, coincidentemente, o mais discutido neste trabalho.

Ampliando as buscas em publicações sobre “Capital Intelectual”, em conjunto com “Empresas de capital fechado”, observou-se que ainda é um assunto pouco explorado, conforme dados apresentados na Tabela 3.

Tabela 3 - Publicações sobre Capital Intelectual em conjunto com Empresas de Capital fechado (*Google acadêmico*)

	1950 – 1999	2000 – 2009	2010 – 2019
	(50 anos)	(10 anos)	(10 anos)
Capital Intelectual & Empresas de Capital Fechado	0	21	27
<i>Capital Intellectual & Privately held company</i>	8	85	91
Total	8	10	118

Fonte: *Google Acadêmico*. Consulta realizada em 24.02.2020.

Analisando-se as publicações no sistema *Google Acadêmico* para os termos em português, foram encontradas 27 publicações nos últimos 10 anos (2010 - 2019); em inglês, 91. Os dados confirmam que o assunto foi pouco estudado, especialmente no Brasil, país em que as empresas de capital fechado constituem 97% do número de organizações, segundo estudo publicado pela FGV em que se analisaram dados da SERASA EXPERIAN®(CYPAS, 2008).

Na busca cruzada entre “Capital Intelectual” e “Empresas de Capital Fechado” foram encontradas publicações com propostas de pesquisa semelhantes a esta. Destacam-se os trabalhos de Matheus (2003), que avalia empresas do segmento sucroalcooleiro e verifica o alto grau de importância do Capital Intelectual para a criação de valor nessas organizações e a pesquisa de FREIRE (2012), que identifica a necessidade de mapeamento do Capital Intelectual

de empresas em processos de Fusões e Aquisições visando criar valor entre as empresas e minimizar problemas de integração.

No sistema EBSCO, não foi possível realizar o mesmo tipo de busca relacionado duas expressões, por isso os dados não estão apresentados.

1.5 Estrutura da dissertação

No Capítulo 1, explica-se o interesse pelo tema pesquisado, o crescente interesse dos pesquisadores por estudar empresas de capital fechado e a justificativa desta pesquisa para o mercado e para a Academia.

No Capítulo 2, apresenta-se a revisão bibliográfica e explicam-se os elementos do *Goodwill* e do Capital Intelectual. Na sequência, apresentam-se as metodologias de avaliação do *Goodwill* e do Capital Intelectual, essenciais para a escolha da mais adequada ao perfil do mercado estudado, empresas de capital fechado do mercado de ingredientes para panificação.

No Capítulo 3, explica-se o método utilizado para a avaliação do Capital Intelectual e descrevem-se as variáveis utilizadas em sua aplicação neste trabalho.

No Capítulo 4, os resultados da coleta de dados e a aplicação da metodologia indicada são apresentados.

Finalmente, no Capítulo 5, os resultados são discutidos por dois pontos de vista: um, da comparação entre empresas e outro, dos pontos fortes e oportunidades de melhoria individuais das empresas. O capítulo é concluso com as limitações do estudo e sugestões de estudos futuros.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico discute o conceito de Ativo Intangível e sua importância na avaliação de empresas. São apresentadas as visões contábil e da literatura; a segunda, com o foco no Capital Intelectual que agrega valor às organizações em relação aos concorrentes. No trabalho adota-se essa segunda visão que é a considerada para a avaliação das empresas.

O Capital Intelectual na literatura é composto basicamente por três aspectos-chave: Capital Estrutural, Capital Humano e Capital de Relacionamento. Cada aspecto-chave apresenta diversos elementos que permitem seu entendimento na visão de clientes e funcionários. Alguns autores não utilizam a nomenclatura Capital Intelectual e classificam os mesmos aspectos-chave como parte do Ativo Intangível.

Na sequência, são referidas três metodologias de análise do Capital Intelectual: Avaliação de Valor de marca, utilizando-se o *Scorecard*, a análise de entrevistas pela metodologia *Fuzzy* e o Navegador do Capital Intelectual.

2.1 Ativos intangíveis

As primeiras empresas negociadas publicamente, surgidas na era industrial, extraíam dos ativos físicos a maior parte de seu valor; eram empresas com terrenos e fábricas que se prestavam facilmente à contabilização, como a *General Motors*®. A última metade do século XX trouxe novas empresas, como a *Coca-Cola*® e a *Microsoft*®, que obtiveram o principal do seu valor de ativos sem nenhuma forma física. A incapacidade de avaliar esses ativos intangíveis distorce tanto os indicadores contábeis de lucratividade quanto os indicadores de valor de mercado, entre outros (DAMODARAN, 2007).

Reilly e Schweih (1998) defendem que os ativos intangíveis de *Marketing*, como uma marca antiga, consistente, com potencial para expansão em outros produtos e com boa reputação, influenciam positivamente o valor da empresa.

A avaliação do valor de mercado de uma empresa ocorre pela soma de seus ativos tangíveis e intangíveis, que não podemos ver nem sentir. Na segunda parte, inclui o *Goodwill*, a marca, os funcionários leais e a especialização tecnológica (DAMODARAN, 2007).

Os elementos que compõem o Capital Intelectual são os responsáveis por gerar os futuros ativos tangíveis e intangíveis da organização, como um produto ou uma marca por exemplo. O conhecimento e o tempo utilizados no desenvolvimento não são classificados como parte do ativo intangível pela contabilidade. No entanto, a partir do momento em que a marca está desenvolvida, passa a ser classificada como um ativo intangível pela norma, pois poderá trazer benefícios futuros, segundo a NBCTG04 (CFC, 2010).

A regulamentação dos ativos intangíveis é parte da Lei 11.638/07 (BRASIL, 2007), complementada pela MP 449/08 (BRASIL, 2008). Essa medida provisória, posteriormente, foi revogada e substituída pela Lei 11.941/09 (BRASIL, 2009). Com tais alterações, foi criada a Conta Intangível, pertencente ao Ativo Não Circulante.

De acordo com o Conselho Federal de Contabilidade NBCTG04 (CFC, 2010), o ativo intangível é um ativo identificável, não monetário, sem substância física. Tal ativo é identificável, quando:

- a. é separável, isto é, capaz de ser separado ou dividido da entidade e vendido, transferido, licenciado, alugado ou trocado, individualmente ou com contrato, ativo ou passivo relacionados; ou
- b. origina direitos contratuais ou outros direitos legais, independentemente de esses direitos serem transferidos ou separáveis da entidade ou de outros direitos e obrigações de acordo com a NBCTG04 (CFC, 2010).

Dessas definições, pode-se concluir que os intangíveis são bens incorpóreos, que possuem valor agregado, e que podem ser comercializados por uma organização, tais como: marcas, patentes, *softwares*, direitos autorais e provenientes de contratos, licenças, base de dados, carteira de clientes, fórmulas e receitas industriais e o conhecimento especializado sobre determinado produto ou serviço, também conhecido pela expressão em inglês, *know-how*.

Os ativos intangíveis, uma vez identificados, podem ser contabilizados e comercializados. As empresas que comercializam ações nas bolsas de valores possuem a obrigação de discriminá-los, de acordo com a Lei 11.638/07 (BRASIL, 2007) e, conforme afirma Mantovani (2014), as empresas de capital fechado não têm essa obrigação, o que dificulta a avaliação dos seus ativos intangíveis. Por esse motivo, torna-se interessante o estudo específico do Capital Intelectual, um elemento do ativo intangível com grande relevância para

as organizações e que pode ser avaliado de forma indireta, tema que será discutido no Subcapítulo 2.2 deste trabalho.

A dificuldade em avaliar os intangíveis persiste como um dos maiores desafios enfrentados pelas empresas listadas na BM&FBovespa que comercializam suas ações na bolsa de valores e, por lei, precisam divulgar suas demonstrações contábeis. A identificação e a mensuração do capital intangível podem influenciar a qualidade da transparência e clareza da real situação financeira da empresa, conseqüentemente aumentando o risco e incerteza diante de potenciais investidores. A falta da contabilização correta dos ativos intangíveis da empresa também pode ocasionar sua subavaliação em processos de fusão, de aquisição ou de oferta de ações, segundo Mantovani (2014).

2.2 Elementos do Capital Intelectual

A avaliação do Capital Intelectual desperta grande interesse e ao mesmo tempo uma certa confusão quando se tenta enquadrá-lo nos processos de avaliação de ativos intangíveis da contabilidade. Nas palavras de Stewart (1998, p. 199), “misturar medidas de Capital Intelectual com dados financeiros seria uma abordagem incorreta; um erro ainda maior seria não usá-las”.

De acordo com Stewart (1998), o Capital Intelectual deve ser utilizado prioritariamente pela direção para o estabelecimento de objetivos e desempenho em relação a eles. Secundariamente, para a comparação entre empresas.

Os elementos que compõem o Capital Intelectual são os responsáveis por gerar os futuros ativos tangíveis e intangíveis da organização, como um produto ou uma marca, por exemplo. O conhecimento e o tempo utilizados no desenvolvimento não são classificados como parte do ativo intangível. No entanto, a partir do momento em que a marca está desenvolvida, passa a ser classificada como um ativo intangível pela norma, pois poderá trazer benefícios futuros, segundo a NBCTG04 (CFC, 2010).

Na literatura, os elementos dos Ativos Intangíveis e do Capital Intelectual assemelham-se. O que alguns autores listam como ativo intangível, outros consideram Capital Intelectual. Legey Júnior *et al.* (2010) classificam a competência e a maturidade dos funcionários como um Capital Humano contido no Ativo Intangível. Kayo (2002) adota uma linha parecida e considera o conhecimento dos colaboradores um ativo intangível, enquanto

Stewart (1998) entende a atitude dos funcionários como um elemento do Capital Humano, contido no Capital Intelectual.

No trabalho de Legey Júnior *et al.* (2010), os elementos do Capital Humano, Estrutural e Relacionamento são considerados como parte do ativo intangível. Seus elementos estão resumidos abaixo e listados no Quadro 1. Observa-se que os elementos apresentados são subjetivos e difíceis de mensurar, como habilidade da equipe, rotina e comunicação.

1) Capital Humano: capacidade, habilidade e experiências dos membros da empresa;

2) Capital Estrutural: sistemas administrativos, patentes, conceitos, modelos, rotinas, manuais, normas, metodologias, padrões, estratégia organizacional, processos de negócios, estilo gerencial e infraestrutura tecnológica que fazem a empresa funcionar.

3) Capital de Relacionamento: o que valoriza e incentiva as alianças estratégicas com clientes, fornecedores, acionistas, investidores, terceirizados, prestadores de serviços e a sociedade em geral para ampliar sua presença no mercado.

Quadro 1: Indicadores de Ativos Intangíveis presentes no Capital Intelectual

Capital Humano	Capital Estrutural	Capital de Relacionamento
Rotatividade	Estrutura técnica	Conhecimento do Mercado
Formação acadêmica	Estrutura comercial	Comunicação
Maturidade Profissional	Estrutura Adm./Financeiro	Formação de parceiros
Iniciativa para a Inovação	Estrutura de <i>Marketing</i>	Relacionamento com os fornecedores
Aprendizado	Sistema interno de informática	Conhecimentos sobre os concorrentes
Competência	Ferramenta de desenvolvimento	Relacionamento com os clientes
Satisfação Postura	Estrutura do ambiente	Atendimento ao cliente

Investimento no conhecimento	Visão estratégica	Satisfação do cliente
Valor agregado	Processo de negócio	Crescimento Orgânico
	Investimento estrutural	Imagem
	Pesquisa e Desenvolvimento	
	Estoque de conhecimento	
	Comunicação interna	

Fonte: Legey Júnior *et al.* (2010, p. 38).

Os elementos propostos pelos autores são consistentes e importantes, porém de difícil mensuração, com destaque para alguns que exemplificam essa questão: Visão Estratégica, Comunicação interna e Conhecimento de Mercado.

Kayo (2002) define ativos intangíveis como um conjunto estruturado de conhecimentos, práticas e atitudes da empresa que, interagindo com seus ativos tangíveis, contribuem para a formação do valor das empresas. A visão do autor é próxima do que Legey Jr *et al.* (2010) propõem; os ativos intangíveis neste caso são compostos por quatro grupos, pois considera-se o capital de Inovação em adição ao humano, estrutural e de relacionamento (KAYO, 2002).

A visão de Kayo (2002) é formada por uma revisão de diversos autores. Os elementos dos ativos intangíveis apresentam-se de forma sintetizada no Quadro 2. Essa visão apresenta alguns elementos mais objetivos e que facilitam sua avaliação, como: *softwares* proprietários, patentes, marcas e logos. Há, porém, elementos muito difíceis de se avaliarem, como o talento e a habilidade dos colaboradores e a inteligência de mercado.

Quadro 2 - Classificação de ativos intangíveis presentes no Capital Intelectual

Tipo de Intangível	principais componentes
Ativos Humanos	<ul style="list-style-type: none"> . conhecimento, talento, capacidade, habilidade e experiência dos empregados; . administração superior ou empregados-chave; treinamento e desenvolvimento; . outros.
Ativos de Inovação	<ul style="list-style-type: none"> . pesquisa e desenvolvimento; . patentes; . <i>know-how</i> tecnológico; . outros.
Ativos Estruturais	<ul style="list-style-type: none"> . processos; . <i>softwares</i> proprietários; . bancos de dados; . sistemas de informação; . Sistemas administrativos; . inteligência de mercado; . outros.
Ativos de Relacionamento (com públicos estratégicos)	<ul style="list-style-type: none"> . marcas; . logos; . <i>trademarks</i>; . direitos autorais (de obras literárias, de <i>softwares</i> etc.) . contratos com clientes, fornecedores etc. . contratos de licenciamento, franquias etc. . direitos de exploração mineral, de água etc. . outros

Fonte: Kayo (2002).

A visão de Stewart (1998) é complexa e aborda diversos componentes do Capital Intelectual, do Capital Humano, Estrutural e do Ativo de Relacionamento. De forma geral, o autor qualifica os elementos pelo seu impacto para os clientes, indicando a percepção de valor no atendimento e disposição de pagar preços com margens melhores como principais benefícios do Capital Intelectual.

O Capital Humano é composto pela Inovação, Atitude dos funcionários e Conhecimento dos funcionários. A Inovação pode ser avaliada de diversas formas e Stewart apresenta algumas: análise da importância do faturamento dos lançamentos em relação aos demais produtos, pelo número de novos produtos e patentes, pelo percentual de produtos com margem bruta acima da média, que refletem produtos recentes ainda não copiados pela concorrência (STEWART, 1998).

O Capital Humano também é avaliado na Atitude dos funcionários: pessoas que se sentem úteis, necessárias, entusiasmadas e que acreditam estar aprendendo todos os dias têm maior propensão a atender melhor os clientes e fornecedores. Empresas com margens altas e crescimento constante contam com pessoas mais felizes e sorridentes. Não por acaso, indícios mostram uma correlação entre a atitude dos funcionários e a atitude dos clientes, o que demonstra uma relação de Capital Humano com Capital do Cliente (STEWART, 1998).

Ainda sobre o Capital Humano, a experiência dos funcionários qualificados que realizam um trabalho que agrega valor na visão do cliente é de extrema importância; melhor ainda quando complementada por clientes que desafiam a organização a desenvolver projetos inovadores (STEWART, 1998).

O Capital Estrutural é avaliado pelo conhecimento acumulado nos funcionários e na eficiência organizacional. O primeiro não está necessariamente atrelado às despesas realizadas para sua construção, por isso é muito difícil atribuir preços aos ativos resultantes, como direitos autorais, marcas e patentes (STEWART, 1998).

Uma análise complementar do Capital Estrutural é o capital de giro, entende-se que a substituição do estoque por informação é um indicativo da eficiência operacional. Indiretamente também é possível avaliar a lentidão burocrática por meio do: tempo de lançamento de produtos no mercado, número de sugestões feitas e de sugestões implementadas, proporção de receita e custos administrativos e o tamanho de lote mínimo lucrativo (STEWART, 1998).

O terceiro tópico do Capital Intelectual compreende o Capital do Cliente. Segundo esse autor, uma avaliação de satisfação correta demonstra a ligação entre o aumento da satisfação do cliente e melhores resultados financeiros. Clientes satisfeitos devem apresentar pelo menos uma de três categorias mensuráveis: lealdade (índice de retenção), maior volume de negócios e resistência aos preços dos seus concorrentes (STEWART, 1998).

Foi considerado que o Capital Intelectual pode ser avaliado por três aspectos-chave: Capital Estrutural, Humano e de Relacionamento, seguindo o direcionamento de Legey Júnior *et al.* (2010), Kayo (2002) e Stewart (1998). Em especial, o Capital Estrutural foi segmentado em Administrativo e de Mercado, visando diferenciar-se a visão de eficiência operacional da estrutura de atendimento ao cliente.

2.3 Modelos de avaliação do Capital Intelectual

Para a avaliação dos Ativos intangíveis e Capital Intelectual, no presente trabalho destacam-se algumas metodologias que buscam parametrizar e quantificar aspectos qualitativos do Capital Intelectual: O *Scorecard* para valor de marca, por Milone (2003); a Metodologia *Fuzzy* para avaliação de ativos intangíveis, discutida por Legey Júnior *et al.* (2010) e o Navegador do Capital Intelectual de Stewart (1998).

2.3.1 Avaliação da metodologia: Navegador do Capital Intelectual

Stewart (1998) apresenta uma visão qualitativa do Capital Intelectual e não segue os princípios da contabilidade que diferenciam claramente Ativo Intangível de Capital Intelectual. Os conceitos de capital estrutural, humano e de relacionamento, também chamados capital do cliente, são discutidos com foco nos tópicos que agregam valor para o cliente num segmento de mercado delimitado.

Diversos índices podem ser estabelecidos para avaliar o Capital Intelectual. É importante ressaltar que os índices devem comparar empresas do mesmo segmento, pois a percepção dos clientes é pertinente a seu mercado de atuação. Isso quer dizer que o método de avaliação deve ser customizado em cada aplicação, em função das especificidades do segmento.

A existência de tantos índices não financeiros para a avaliação do Capital Intelectual torna inviável a aplicação de todos eles, segundo Stewart (1998). Além da complexidade de se avaliar, a análise não ressaltaria os pontos-chaves da empresa no seu mercado de atuação. O autor propõe um gráfico em formato de radar, denominado Navegador do Capital Intelectual, que permite fácil entendimento da situação do Capital Intelectual de cada empresa, com seus pontos fracos e fortes.

Para a construção da visualização em forma gráfica, deve-se listar índices para cada aspecto do Capital Intelectual. Stewart (1998) propõe três princípios para a priorização dos índices de cada ponto-chave no estudo do Capital Intelectual. São eles:

1. simplicidade - selecionar até três índices para cada tópico do Capital Intelectual: humano, estrutural e do cliente;
2. avaliação do que é estrategicamente importante para o segmento;
3. avaliação das atividades que produzem riqueza intelectual.

Por se tratar de uma avaliação qualitativa, os índices devem ser quantificados com uma escala relevante e coerente para cada atributo: o zero ou o início na escala sempre deve corresponder ao menor valor do Capital Intelectual e a posição mais distante, o valor que mais agrega ao cliente. Isso significa que a medida deve crescer do centro para as extremidades. Na Figura 1 apresenta-se um modelo do gráfico em radar proposto por Stewart (1998), denominado Navegador do Capital Intelectual.

Figura 1 - Navegador do Capital Intelectual de Stewart (1998)



Fonte: Stewart (1998, p. 219).

O resultado permite comparar as empresas do mesmo segmento. A aplicação desta metodologia pode ser útil em processos de avaliação de empresas visando a fusões e aquisições, e pode ser uma ferramenta de gestão, indicando a posição de uma organização em relação aos concorrentes.

Como exemplo de fatores relevantes do Capital Intelectual, Stewart (1998) apresenta uma relação que pode servir como base para a determinação dos mais relevantes em cada mercado.

1. Capital Estrutural:

- Avaliação da administração
 - serviços de informações administrativas, gestão de pedidos e atualizações nos produtos devem ser avaliados pela óptica de adição de valor e demanda de tempo pelo cliente. A implantação de processos ou novos produtos pela empresa é vista como uma melhoria ou como uma demanda de trabalho extra para seus clientes? Esta resposta permite avaliar o impacto da administração.
- Razão Vendas/Custos de vendas, gerais e administrativos
- Giro de capital

2. Capital do cliente:

- Clientes/Cobertura geográfica
 - carteira de clientes e disposição geográfica dos clientes, que deve ser avaliada tanto quantitativa quanto qualitativamente;
 - índice de retenção dos clientes: grau de satisfação e fidelidade dos clientes. Tempo médio de relacionamento, suscetibilidade do cliente à mudança de fornecedor e custo de abertura de novos clientes;
 - clientes que demandam projetos inovadores para atender às necessidades advindas da dinâmica do mercado;
 - proximidade e relacionamento com os *stakeholders* de seu cliente.
- Marca
- Valor de marca
- Registro das marcas
- Reconhecimento da marca (*Brand Awareness*)
- Investimento em comunicação
 - participação em feiras, congressos e eventos;
 - anúncios em mídia *off-line*, como TV, revistas e *outdoors*;
 - engajamento em mídia *online*, *website* e mídias sociais.

3. Capital Humano:

- Capacidade de Inovação
 - investimento em pesquisa e desenvolvimento;

- habilidade em desenvolver e lançar produtos. Algumas empresas consideram este ponto tão importante que atribuem às metas de seus executivos um percentual de receita advinda de novos produtos;
 - número de patentes depositadas;
 - avaliação da lentidão burocrática que afeta principalmente a velocidade de lançamento de produtos.
- Funcionários
 - conhecimento do mercado. O funcionário precisa conhecer profundamente o mercado para que saiba demonstrar as habilidades cujo valor os clientes percebem;
 - permanência na empresa, rotatividade e conhecimento dos produtos;
 - tempo médio de permanência na função e percentual de novatos (menos de dois anos na função). O capital humano é definido pelos especialistas que executam um trabalho que agrega valor na visão do cliente;
 - atitude positiva dos funcionários. Embora poucas vezes mapeado, este ponto associa excelência financeira às pessoas felizes e entusiasmadas. Um ambiente em que as pessoas se sintam úteis, necessárias e acreditem estar aprendendo promove pessoas mais produtivas que atendem melhor fornecedores e clientes;
 - interesse dos concorrentes por funcionários da empresa.

A metodologia do Navegador do Capital Intelectual de Stewart, embora tenha sido publicada em 1998, ainda é utilizada no meio acadêmico. Em 2010, Awad utilizou-a em seu trabalho para avaliar o capital intelectual da Universidade de Passo Fundo. O objetivo foi estruturar e mensurar o Capital Intelectual de forma que permitisse analisar as potencialidades e os fatores críticos.

Em diversos trabalhos, a metodologia de Stewart é citada como uma das principais referências em avaliação do Capital Intelectual; prova disso é que a obra principal de Thomas Stewart possui mais de onze mil citações. Uma outra forma de aplicação dos princípios de Stewart está na avaliação de fornecedores, exemplificada no trabalho de François (2004), que considerou também os princípios do *Balanced Scorecard* e do *Quantum* para compor um modelo de avaliação.

2.3.2 Avaliação de Valor de Marca – *Scorecard*

Cada vez se torna mais claro que o valor das empresas no mercado financeiro possui uma parcela importante associada às suas marcas. Existem evidências de que as marcas fortes geram valor adicional às empresas, sendo a sua avaliação um desafio aos avaliistas financeiros e aos acadêmicos (Milone, 2004).

Segundo Milone (2004), os modelos tradicionais de avaliação de valor de marca utilizam as características das empresas como uma ferramenta para separar o fluxo de caixa da marca do fluxo de caixa da empresa. Em seu trabalho, ele apresenta uma ferramenta de avaliação da marca, denominada *Scorecard*, que tem como objetivo avaliar e mensurar a representatividade dos principais direcionadores de valor da marca na sua capacidade de geração de valor adicional aos fluxos de caixa futuros de uma empresa.

Os direcionadores de valor, também chamados Atributos da Marca, segundo Milone (2004), são classificados em 5 grupos: Mercado, Alcance, Comparativos, Investimento e Específicos, cada um com seus respectivos Indicadores de Desempenho, indicados no Quadro 3.

Quadro 3 - Atributos da marca e seus Indicadores de Desempenho

Atributos de Mercado	Atributos de Alcance	Atributos Comparativos	Atributos de Investimento	Atributos Específicos
Participação de Mercado	Alcance Geográfico da Empresa	<i>Share of Mind</i> da Marca	Gastos com <i>marketing</i> - % de Vendas	Idade da marca
Tempo na liderança (anos)		<i>Share of Voice</i> da Categoria	Gastos com P&D - % de Vendas	Evolução histórica
Número de concorrentes				

Fonte: Adaptado pela Autora, com base em Milone (2004).

Milone (2004) aplicou a metodologia *Scorecard* em duas indústrias de alimentos brasileiras de capital aberto com marcas e produtos focados no consumidor final, *B2C (Business to Consumers)*. As fontes diretas de informação foram aquelas declaradas à BMF Bovespa e as indiretas, de fontes públicas, notícias e anúncios de revistas e televisão, que permitiram a aplicação do *Scorecard*. O autor salienta que a metodologia pode ser aplicada a empresas de

capital fechado desde que estejam disponíveis todas as informações necessárias para se poderem construir projeções do desempenho que reflitam seus reais potenciais de desempenho.

A metodologia também foi aplicada por Mariquitos (2015) para calcular financeiramente o valor da empresa portuguesa, Galp Energia S.A., que atua há mais de séculos e está cotada na *Euronex* Lisbon. O resultado foi bastante útil para acompanhar o desenvolvimento do valor das marcas nas empresas.

O método é muito interessante, porém existe uma dificuldade de aplicação, especialmente para as empresas de capital fechado, devido ao acesso limitado ou inexistente aos Atributos Comparativos, *Share of Mind* da Marca e *Share of voice* da Categoria, e aos Atributos de Investimento, como os Gastos com *marketing* e P&D.

2.3.3 Avaliação por entrevista analisada com a Lógica Fuzzy

O desafio de quantificar os Ativos Intangíveis de uma organização motivou o estudo de Legey Júnior *et al.* (2010) a buscar indicadores que permitissem uma avaliação indireta dos ativos intangíveis. Os indicadores listados pelos autores do estudo foram embasados por obras anteriores, como a de Stewart (1998), apresentada no tópico 2.3.1 do presente trabalho, e escolhidos de forma que pudessem traduzir as percepções dos colaboradores sobre os ativos intangíveis de suas empresas. Os elementos utilizados pelos autores no estudo estão apresentados no Quadro 1, subcapítulo 2.2.

O método utilizado foi o de entrevistas com colaboradores e, para a análise e quantificação dos indicadores-chave, Legey Júnior *et al.* (2010) propuseram o uso da Lógica *Fuzzy*, visando reduzir as incertezas oriundas da linguagem natural.

A metodologia compreende as seguintes etapas:

1. definição dos indicadores - por meio da escolha de palavras ou sentenças que melhor traduzam os ativos intangíveis;

2. estruturação de um questionário - transformação dos indicadores do passo anterior em variáveis linguísticas. Os indicadores são como eixos temáticos de perguntas que contêm, em sua parte inicial, pontos que os respondentes deveriam considerar por alguns instantes, antes de avaliarem o indicador. A avaliação, portanto, foi feita por meio da linguagem natural, sendo

destacados nas perguntas os aspectos qualitativos primordiais nos atributos dos ativos intangíveis;

3. definição do critério qualitativo da avaliação: para responder ao questionário foi utilizada uma escala de avaliação associando-se um valor a cada adjetivo utilizado, de “péssimo” a “excelente”;

4. aplicação do questionário - sujeitos da pesquisa pertencentes a dois grupos (gestores e colaboradores) preencheram o questionário avaliando os indicadores;

5. conversão dos resultados qualitativos para quantitativos - a Lógica *Fuzzy* foi utilizada para converter para valores numéricos.

O uso da Lógica Fuzzy como ferramenta para avaliar os ativos intangíveis foi utilizada por Legey Júnior (2008), num estudo aplicado a uma empresa do segmento de navegação. Os indicadores dos ativos intangíveis foram respaldados pela literatura sobre Capital Intelectual, com forte influência de Stewart (1998) e selecionados de acordo com a pertinência ao segmento. A pesquisa foi realizada por meio de entrevista com colaboradores e, para a conversão dos dados qualitativos em dados quantitativos, utilizou-se a Lógica Fuzzy.

A Lógica Fuzzy, como metodologia de análise de dados, é amplamente utilizada na literatura. Como exemplo, o livro de Bezdek (2013) em que o autor apresenta a teoria e formas de aplicar essa técnica, possui mais de 20.000 citações em publicações científicas.

Para o presente trabalho, a metodologia *Fuzzy* como ferramenta de análise de dados foi desconsiderada, pois a aplicação é comumente utilizada para avaliar dados coletados em entrevistas, e a execução de entrevistas num número grande de empresas pode ser lenta e em alguns casos impeditiva, dependendo da disponibilidade de colaboradores estratégicos de todas essas empresas para responderem aos questionários.

2.4 Comparação dos métodos utilizados para avaliação do Capital Intelectual

Os métodos para a avaliação do Capital Intelectual estudados: avaliação de valor de marca utilizando-se *Scorecard* (MILONE, 2004), entrevistas com análise Fuzzy (LEGEY JÚNIOR, 2010) e navegador do Capital Intelectual (STEWART, 1998) estão resumidos no Quadro 4.

Quadro 4 - Metodologias avaliadas para comparação do Capital Intelectual

Metodologias de avaliação do Capital Intelectual	Fonte de informações	Aplicação ao mercado de Ingredientes de panificação
Avaliação de Valor de Marca utilizando-se <i>Scorecard</i> (MILONE, 2004)	Informações de mercado pouco disponíveis para o <i>B2B</i> , como participação de mercado, que dependem de pesquisas com o consumidor, como <i>Share of Mind</i> , ou informações internas, como gastos com Pesquisa e Desenvolvimento e <i>Marketing</i> .	Informações indisponíveis; em geral são disponibilizadas pelas empresas de capital aberto.
Entrevistas com análise <i>Fuzzy</i> (LEGEY JÚNIOR, 2010)	Entrevistas com colaboradores de áreas e posições hierárquicas diferentes, sujeitas a viés dependendo da amostragem.	Execução lenta e depende de uma forte rede de contatos em todas as empresas pesquisadas.
Navegador do Capital Intelectual (STEWART, 1998)	Permite uso de dados internos e/ou públicos pertinentes ao mercado em estudo.	Informações públicas disponíveis que permitem implantação do método para um grande número de empresas simultaneamente.

Fonte: Adaptado de Stewart (1998), Milone (2004) e Legey Júnior (2010), pela Autora.

A comparação permite concluir que a avaliação de valor de marca utilizando-se *Scorecard* discutida por Milone (2004) pressupõe o acesso a informações privadas e, em muitos casos, não existentes em empresas de pequeno e médio portes.

A metodologia *Fuzzy* baseia-se em entrevistas com funcionários, um caminho lento para a coleta de dados de muitas empresas, e que pode sofrer um viés dependendo do público participante.

O Navegador do Capital Intelectual proposto por Stewart (1998) permite a escolha de indicadores-chaves que atendam a metodologia e a disponibilidade de informações de cada mercado.

Esse método foi considerado o mais adequado para o presente estudo, pois permite comparar diversas empresas do mesmo segmento com as seguintes vantagens:

1. pode ser aplicado com dados públicos gratuitos ou de baixo custo, coletados em jornais, revistas, portais do governo e redes sociais;
2. não requer demonstrativos financeiros, informação muito difícil de conseguir em algumas empresas com estrutura de capital fechado;
3. independe do contato ou disponibilidade de pessoas da empresa avaliada para responder aos questionários;
4. permite avaliar diversas empresas num curto período;
5. fornece uma visualização gráfica fácil que possibilita aos gestores identificarem as fraquezas do capital intelectual comparado ao dos competidores;
6. apresenta dados organizados de forma objetiva para comparação do Capital Intelectual de empresas em processos de Fusões e Aquisições que colaboram para a avaliação qualitativa do *Goodwill*.

3 MATERIAIS E MÉTODOS

A pesquisa foi dividida em duas etapas: a primeira para identificar elementos que permitissem avaliar o Capital Intelectual de empresas com estrutura de capital fechado de acordo com a metodologia de Stewart (1998); a segunda para validar os elementos escolhidos de acordo com a experiência de teoria e prática desses profissionais.

Vale ressaltar que a proposta do presente trabalho não foi a de realizar uma pesquisa bibliométrica sobre o tema.

3.1 Avaliação dos elementos que constituem o Capital Intelectual

3.1.1 Abordagem

O método do Navegador do Capital Intelectual de Stewart (1998) foi utilizado, pois apresentou-se como o mais adequado à pergunta de pesquisa, permitindo comparar empresas do mesmo segmento com vantagens sobre os outros métodos, conforme discutido nas sessões 2.3 e 2.4 deste trabalho.

A abordagem qualitativa foi considerada apropriada para responder à pergunta de pesquisa. Essa abordagem implicará uma possibilidade de estudos futuros com a replicação do método de Stewart (1998) para outras empresas com estrutura de capital aberto ou fechado e diferentes segmentos de mercado.

Um ponto relevante no estudo está no caráter subjetivo da escolha dos parâmetros considerados importantes pelo autor do trabalho na avaliação do segmento de mercado proposto e, respectivamente, no erro das fontes de informação que alimentam o método.

Considerando-se o cenário de indisponibilidade de informações prontas, neste estudo buscaram-se prioritariamente dados primários das empresas para construir sua avaliação. Segundo Cooper e Schindler (2003), as fontes primárias são os dados brutos, sem interpretação que represente uma opinião ou posição sobre o fato, como: dados governamentais, entrevistas, registros de estoque e de pessoal.

A segunda etapa da pesquisa consistiu em se buscarem fontes relevantes e consistentes e elegerem as mais interessantes para o objetivo do estudo, garantindo a mesma disponibilidade de informações para todas as empresas-alvo do segmento de mercado escolhido. Esse aspecto

garante que o método possa ser ampliado para qualquer empresa do segmento estudado. A coleta de dados será discutida no Subcapítulo 3.3 do presente trabalho, aplicada ao método escolhido e, nesse âmbito, o estudo apresenta um caráter descritivo, pois nele se propõe a comparar empresas utilizando a mesma metodologia.

3.1.2 Metodologia aplicada: Capital Intelectual

A metodologia do Navegador do Capital Intelectual apresentada por Stewart (1998) foi considerada a mais adequada para os objetivos deste trabalho, pois pode ser implantada com dados públicos e permite customização para qualquer mercado com a correta adequação dos índices, além das vantagens apresentadas nos Subcapítulos 2.3 e 2.4.

Para avaliar o Capital Intelectual das empresas, todos os autores pesquisados, Kayo (2002), Milone (2004), Oliveira *et al.* (2014), Legey Júnior *et al.* (2010) e Stewart (1998) recomendaram utilizar aspectos-chave que compõem o Capital Intelectual. Com base na literatura apresentada por esses autores, percebeu-se que os pontos-chaves que aparecem com maior frequência são: Capital Estrutural, Humano e de Relacionamento.

O Capital Estrutural aborda questões da eficiência operacional, como agilidade interna, eficiência de *softwares*, e atendimento ao mercado, como cobertura geográfica e inteligência de mercado. Por essa razão, no presente trabalho optou-se por segmentar o Capital Intelectual Estrutural em dois subgrupos: Administrativo e de Mercado.

O Capital Humano foi avaliado com foco em Inovação, importante questão na avaliação de empresas de ingredientes para panificação, que estão numa busca constante por um diferencial no produto.

O Capital de Relacionamento, por sua vez, foi direcionado ao *Marketing*, pois essas são as ações que trazem grande visibilidade para a empresa, agregam valor para a construção da marca e, conseqüentemente, para o negócio. Obviamente contratos e listas de clientes são importantes, no entanto muitas vezes são inacessíveis para terceiros o que inviabiliza uma avaliação externa desses Capitais de Relacionamento.

Com isso, os aspectos-chave do Capital Intelectual abordados neste trabalho para a avaliação das empresas foram:

- Capital Estrutural - Administrativo
- Capital Estrutural - Mercado
- Capital Humano - Inovação
- Capital de Relacionamento – *Marketing*

Para cada ponto-chave, de acordo com Stewart (1998) deve-se escolher até três índices, que devem ser:

- simples,
- estrategicamente importantes para o segmento,
- responsáveis por produzir riqueza intelectual.

A possibilidade de índices é ampla e a dificuldade consiste em escolher elementos igualmente disponíveis para todas as empresas que atendam aos critérios indicados no método.

3.1.3 Método: Pesquisa documental com base em dados secundários

O método utilizado para esta pesquisa foi documental, constituído por dados secundários públicos disponíveis de qualquer empresa. Uma pesquisa documental é caracterizada pelo uso de dados que não receberam tratamento científico, encontrados em arquivos, relatórios ou outras fontes. Esses documentos são classificados como dados secundários e caracterizados por terem pelo menos um nível de interpretação inserto entre o evento e seu registro. O objetivo de uma pesquisa documental é analisar esses documentos e propor uma nova visão (Nielsen, 2018 e Cooper, 2003).

Para aplicar o método, no estudo considerou-se como documento qualquer escrito, impresso ou digital, que fornecesse uma informação, usado para esclarecimento de algo.

O procedimento de campo adotado foi um levantamento de dados em bases públicas disponíveis. As fontes principais foram os portais de consulta ao Governo, jurídicos, Junta Comercial, Ministério da Economia, redes sociais, revistas do segmento, registro de marca e outras correlatas caracterizadas como documentos de acordo com a definição supramencionada.

A coleta de dados foi aplicada aos requisitos indicados neste trabalho e servirá como base para uma matriz qualitativa de comparação entre as empresas do mercado.

O método está limitado a informações públicas, isto é, toda informação confidencial não fez parte da avaliação da empresa; o balanço patrimonial e informações financeiras não foram considerados.

Foram mapeados diversos indicadores em fontes públicas, em alguns casos vinculados a cadastros e assinatura dos portais pesquisados. A busca foi extensa e as principais bases de consulta que forneciam informação relevante ao mercado estudado estão apresentadas a seguir.

- INPI: Instituto nacional de Propriedade Intelectual
- COMEXSTAT: sistema para consultas e extração de dados do comércio exterior brasileiro
- *Websites* das empresas listadas
- Redes sociais das empresas listadas: *Facebook, Instagram e LinkedIn*
- *Website* Junta Comercial
- Portal do Tribunal de Justiça
- Portal da Secretaria da Fazenda
- SERASA EXPERIAN®: Serviço de informação a empresas
- Revistas do Segmento: *Panificação Brasileira, Padaria 2000 e IPC*
- FIPAN: Portal da principal feira do segmento

É importante ressaltar que existem diversas associações nacionais importantes sobre panificação e ingredientes, como ABIP, Associação Brasileira da Indústria de Panificação, ABITRIGO, Associação Brasileira da Indústria de moagem de Trigo, e a ABIMAPI, Associação Brasileira das Indústrias de Biscoitos, Massas Alimentícias e Pães & Bolos Industrializados. Também existem muitas associações e sindicatos com expressividade local, como o Sampapão e o SINDIPAN. Esses sindicatos e associações sintetizam e divulgam estatísticas não só sobre o consumo de pães e massas, mas também sobre o de farinha de trigo, no entanto não apresentam informações relevantes sobre as empresas que comercializam ingredientes.

A seleção dos elementos realizada neste trabalho incluiu, além das recomendações de Stewart (1998), a pertinência ao mercado brasileiro. Os elementos selecionados para a avaliação das empresas em cada aspecto do Capital Intelectual, bem como a sua respectiva pontuação

numa faixa de um a três pontos, sendo 1 o menor Capital Intelectual e 3 o maior, estão descritos a seguir e resumidos nos Quadros 5, 6, 7 e 8.

I. Capital Estrutural - Administrativo

a) Faturamento estimado informado pela Serasa Experian®.

O faturamento é um indicativo do porte e solidez da empresa. Como o mercado de panificação no Brasil é pulverizado e composto por empresas de tamanhos variados, o faturamento é um indicativo importante. Companhias com faturamento estimado muito baixo no Brasil podem ser recentes no mercado, próximas da falência ou operar de maneira irresponsável na formalização dos negócios perante o Governo.

Companhias com faturamento mais expressivo costumam ter uma base relevante de clientes fixos, um elevado grau de formalização de suas atividades e robustez para lidar com crises e eventuais inadimplentes sendo, portanto, mais sólidas.

Para a adequação à metodologia foi estabelecida uma pontuação para cada faixa de faturamento. Uma empresa com faturamento de 100 M de reais por ano foi classificada como “porte grande e muito sólida” e classificada com 3 ponto; entre 10 e 100M de reais, como “porte intermediário” e, conseqüentemente, com 2 pontos; e abaixo de 10 M de reais por ano. como “porte pequeno e menos robusta” e somente 1 ponto, conforme se apresenta no Quadro 5.

b) Presença de débitos ou pendências financeiras e processos judiciais, fornecidos pela Serasa Experian®, Ministério da Fazenda e Justiça do Trabalho.

No Brasil, processos trabalhistas são comuns devido à rigidez da lei trabalhista e à cultura de descumprimento pelas empresas. Uma empresa sem processos trabalhistas pode indicar uma gestão de políticas de Recursos Humanos bem implementada.

Uma boa gestão financeira pode ser avaliada indiretamente pela ausência de débitos; existem questões do cenário econômico, mas o principal aspecto é um planejamento de fluxo de caixa adequado.

O terceiro aspecto relativo à gestão é a existência de débitos judiciais e a ausência de ações judiciais foi entendida como um fator positivo. Nesse elemento, considerou-se a inexistência de débitos e protestos como características de uma empresa bem gerida, a presença de pelo menos um débito ou protesto como uma gestão

intermediária e a presença de dois ou mais débitos ou protestos como uma gestão mais fraca.

Os três aspectos aqui relacionados permitem avaliar de forma indireta o Capital Intelectual envolvido na gestão da empresa. Assim, empresas sem pendências foram classificadas com 3 pontos, com uma pendência 2 pontos e com duas ou mais pendências 1 ponto, conforme se apresenta no Quadro 5.

Em todos os casos, a relação por apresentar débitos, processos ou pendências, não é restrita a uma gestão ineficiente, mas um indicativo de possíveis problemas na gestão.

- c) Habilidade para trabalhar com exportações/importações, avaliadas de acordo com o histórico de importações e exportações disponibilizado pelo Ministério da Economia.

A capacidade de importar e exportar produtos por uma empresa no Brasil demanda uma importante organização interna. É necessário trabalhar com operações financeiras internacionais, lidar com barreiras técnicas e alfandegárias na importação e exportação de produtos e com uma boa acurácia de demanda, devido aos tempos de processo e custos envolvidos na operação.

Sabe-se que nem todas as empresas possuem ambição de importar e exportar, no entanto, num segmento específico como o de ingredientes de panificação por exemplo, a importação é necessária pois diversas matérias-primas não são produzidas localmente, como as enzimas neste mercado específico. A exportação é vinculada ao objetivo de expansão de mercado e, embora pouco frequente, também caracteriza as empresas com estrutura comercial e logísticas mais avançadas para o segmento.

Neste trabalho, consideraram-se como uma empresa de gestão mais avançada aquelas que importaram ou exportaram produtos em 2018. Essas receberam pontuação 3, como intermediária às companhias que importaram ou exportaram, e que foram pontuadas com 2 pontos. E, como uma gestão mais simples do que as empresas que não importaram nem exportaram mercadorias em 2018, estas receberam 1 ponto neste quesito. O Quadro 5 resume essa classificação.

Quadro 5 - Elementos que caracterizam o Capital Estrutural – Administrativo com a respectiva pontuação

Elementos caracterizadores e pontuação equivalente	1 ponto	2 pontos	3 pontos
Faturamento estimado (Reais/ano)	<10M	10M < faturamento <100M	>100 M
Presença de débitos (trabalhistas/protestos/ações judiciais)	2	1	0
Operação Internacional (importação/exportação)	Não importa nem exporta	Importa ou Exporta	Importa e Exporta

Fonte: Elaborado pela Autora (2020).

II. Capital Estrutural - Mercado

- a) Localização estratégica considerando-se a proximidade dos principais mercados consumidores.

A atratividade do mercado consumidor foi avaliada com relação ao número de estabelecimentos de fabricação de produtos de panificação em cada região. Utilizou-se a premissa de que empresas próximas do mercado consumidor possuem mais chance de atender rapidamente e com menor custo logístico do que as empresas mais distantes.

O maior mercado em número de estabelecimentos de fabricação de alimentos é a região Sudeste, seguida pela Sul, segundo o Atlas Socioeconômico do Rio Grande do Sul (SECRETARIA DE PLANEJAMENTO, ORÇAMENTO E GESTÃO, 2018).

As empresas localizadas na região Sudeste foram classificadas com a maior nota de localização geográfica (3 pontos), seguidas pela região Sul considerada uma localização intermediária, portanto classificada com 2 pontos, e as demais regiões com 1 ponto, por serem consideradas menos atrativas. No Quadro 6, resume-se a ponderação em virtude da localização.

Esse aspecto deve ser avaliado em cada mercado, pois sua relevância pode ser diferente e até mesmo irrelevante, dependendo das condições logísticas e da agilidade do mercado.

- b) Tempo de existência da empresa.

O tempo de existência da empresa indica de forma indireta sua solidez, principalmente num cenário de pequenas e médias empresas com gestão predominantemente familiar.

Analisando-se as empresas de ingredientes presentes no mercado nacional, no presente trabalho propôs-se a segmentação em três faixas: empresas jovens com até 15 anos de atuação, classificadas com 1 ponto neste quesito. As empresas mais maduras, com tempo de existência entre 15 e 30 anos, que passaram por diversas moedas, planos econômicos e nasceram na década de 1980, foram classificadas com 2 pontos. E a terceira classificação, que foi dada às empresas com mais de 30 anos, indica uma transição de gestão para a segunda geração familiar e uma tradição em seu mercado de atuação, pontuada com 3 pontos. O Quadro 6 resume esta ponderação.

c) Cobertura de mercado, amplitude do atendimento comercial.

d) Quanto maior a área de cobertura comercial de uma empresa maior a sua experiência no atendimento de necessidades específicas e conseqüentemente maior o Capital Intelectual do atendimento ao cliente.

A principal fonte de informação foi o *site* das empresas; em todos os casos, a experiência da autora no mercado de panificação foi utilizada para avaliar a informação e para complementar aquelas que não declararam abertamente sua região de cobertura.

No mercado de panificação, uma cobertura de mercado forte corresponde ao atendimento do território nacional, e foi classificada com 3 pontos. Uma cobertura intermediária, quando abrange mais de 1 estado, foi classificada com 2 pontos e uma cobertura restrita, quando está limitada a um município ou uma região metropolitana, foi classificada com 1 ponto. A ponderação está apresentada no Quadro 6.

Quadro 6 - Elementos que caracterizam o Capital Estrutural – Mercado com a respectiva pontuação

Elementos caracterizadores e pontuação equivalente	1 ponto	2 pontos	3 pontos
Localização: Proximidade ao mercado consumidor	Outras regiões	Sul	Sudeste
Tempo de existência da empresa (anos)	<15	15 < tempo < 30	>30
Cobertura do mercado	Municipal /Estadual	Regional (> 1 estado)	Nacional

Fonte: Elaborado pela Autora (2020).

III. Capital Humano - Inovação

- a) Portfólio de ingredientes de panificação declarado pela empresa em seus materiais de comunicação.

O portfólio de uma empresa caracteriza, além da sua estratégia de atuação, a capacidade de desenvolvimento de produtos e de Inovação. No mercado de panificação, uma empresa com portfólio básico, restrito a pré-misturas e melhoradores de farinha, é entendida como pouco inovadora, pois a maior parte de seus concorrentes apresentam um portfólio com esses produtos. Essas companhias foram classificadas com 1 ponto quanto à Inovação de seu portfólio.

Empresas que, além dos produtos básicos, trabalham com ingredientes funcionais, são avaliadas como medianamente inovadoras, pois demandam um time de desenvolvimento, aplicação e comercialização um pouco mais sofisticado. Essas companhias foram classificadas com 2 pontos.

Companhias que, além dos produtos citados, comercializam enzimas são vistas como um pouco mais inovadoras, embora não fabriquem diretamente esses produtos. A especialização consiste numa equipe que faça a venda técnica e a aplicação correta aos clientes. Essas empresas foram classificadas com 3 pontos.

Existem outros produtos recentemente lançados, como as massas madres, por exemplo, que não foram avaliados neste trabalho. Entende-se que é necessário um período para a introdução desses produtos no mercado a fim de que se faça posterior avaliação no portfólio das empresas do segmento.

A classificação das empresas quanto à Inovação de seu portfólio está resumida no Quadro 7.

b) Inovação avaliada pelo histórico de depósito de patentes

O depósito de patentes é uma métrica tradicional na avaliação do Capital Intelectual de empresas na literatura. Sabe-se que no Brasil o depósito de patentes é um processo burocrático e lento e, portanto, a avaliação exclusiva de patentes não seria um indicador eficiente. No entanto, combinado a outros indicadores, o número de patentes é uma métrica que pode indicar o desenvolvimento do Capital Intelectual.

Seguindo esse raciocínio, no presente trabalho consideraram-se mais inovadoras as empresas com número igual ou superior a duas patentes depositadas, pontuadas com três pontos. Classificaram-se como intermediárias as empresas com uma patente depositada que receberam dois pontos; consideraram-se como menos inovadoras aquelas que não possuíam patentes depositadas no INPI, recebendo 1 ponto.

O resumo da pontuação de patentes está apresentado no Quadro 7.

c) Especialização do time para atendimento ao mercado.

A estrutura tradicional de atendimento especializado no mercado B2B (*Business to Business*) consiste num tripé formado por especialistas com experiências em: *Marketing*, Pesquisa & Desenvolvimento e Atendimento Comercial. Quanto melhor for a engrenagem desse time, mais eficiente será a empresa na captação das necessidades do mercado, desenvolvimento da solução e elaboração de uma proposta comercial adequada.

Neste trabalho, classificou-se o Capital Intelectual das empresas com maior potencial para Inovação de acordo com a presença de times especializados nestas três áreas: Marketing, Pesquisa e desenvolvimento e Atendimento Comercial.

Assim, foram classificadas com três pontos as empresas que integram essas três especialidades. As empresas que possuem apenas dois entre os três perfis de especialistas foram classificadas como intermediárias e receberam 2 pontos. As empresas que apresentam somente 1 time generalista foram classificadas com 1 ponto, pois entendeu-se que possuem o menor potencial de Inovação. Essa classificação está resumida no Quadro 7.

Quadro 7 - Elementos que caracterizam o Capital Humano – Inovação com a respectiva pontuação.

Elementos caracterizadores e pontuação equivalente	1 ponto	2 pontos	3 pontos
Abrangência do Portfólio	Pré-misturas e melhoradores	1+ Ingredientes	2 + Enzimas
Inovações com Patentes	Não possui patentes depositadas	1	>2
Especialização do time	Comercial	Técnico	Marketing

Fonte: Elaborado pela Autora (2020).

IV. Capital de Relacionamento - *Marketing*

a) Marcas registradas no INPI.

A presença de marcas registradas denota uma profissionalização da empresa na criação de marcas e reconhecimento por seus clientes. Empresas com marcas nominais podem construir um relacionamento muito forte e exclusivo com seus clientes. Companhias com marcas associadas a um *layout*, chamadas marca mistas, também podem ser reconhecidas intensamente por seus clientes, porém estão um pouco mais limitadas no desenvolvimento de variações de sua marca. Empresas sem registro de marca possuem maior dificuldade em construir um relacionamento relevante com suas marcas o que pode dificultar uma construção de valor no longo prazo.

b) Presença de *site* da empresa e nos meios de comunicação de massa digitais.

A presença de empresas e produtos nos meios digitais é uma tendência e se torna cada vez mais relevante na medida em que a existência de uma empresa na visão do consumidor muitas vezes está relacionada com a possibilidade de encontrá-la nos *sites* de busca mais relevantes da *internet*. A apresentação num *website* e a presença em alguma mídia social foram consideradas como uma forte presença digital para este segmento de mercado, enquanto a presença somente de *website* foi considerada intermediária e a ausência nesses dois meios foi interpretada como uma baixa adesão aos meios digitais.

c) Presença em Feiras do segmento e/ou anúncio em revistas relevantes para o mercado determinado.

Os meios de comunicação *off-line* ainda são relevantes para este mercado, destacando-se as revistas e a presença na principal feira do segmento, a FIPAN (Feira Internacional da Panificação, Confeitaria e do Varejo Independente de Alimentos).

Após 2020, ano marcado pela pandemia do COVID-19, acredita-se que os meios de comunicação *off-line* irão gradualmente perder sua importância, porque em 2020 praticamente não aconteceram eventos presenciais e a circulação de revistas impressas foi reduzida.

As marcas que se anunciaram nas revistas e participaram da FIPAN em 2018 foram consideradas marcas mais próximas dos clientes. Sabe-se que não é uma verdade absoluta e que marcas antigas podem já ter construído sua notoriedade ao longo do tempo, no entanto é uma forma indireta de avaliar o reconhecimento das marcas.

Empresas que anunciaram nestas revistas, mas não participaram da FIPAN foram classificadas como empresas com presença intermediária nos principais meios de comunicação do segmento. Na última faixa, empresas que não anunciaram nessas revistas nem participaram da FIPAN foram avaliadas como mais distantes dos consumidores. A síntese da pontuação dos elementos que caracterizam o capital de relacionamento referente ao marketing está apresentado no Quadro 8.

Quadro 8 - Elementos que caracterizam o Capital de Relacionamento - Marketing com a respectiva pontuação

Elementos caracterizadores e pontuação equivalente	1 ponto	2 pontos	3 pontos
Marca Registrada	Não possui registro de marcas	Marca Mista (nominal + <i>layout</i>)	Marca Nominal
Presença Digital	Não está presente	<i>Website</i>	<i>Website</i> + Mídias Sociais
Presença em feiras e revistas	Não está presente	Revistas	Revistas e Feiras

Fonte: Elaborado pela Autora (2020).

3.1.4 Unidade de Análise

A unidade de análise do projeto é a empresa. Essa unidade permite a correta comparação entre empresas utilizando-se a mesma metodologia.

O segmento escolhido, empresas de ingredientes de panificação, conta com diversas empresas com estrutura de capital fechado.

O levantamento de empresas fabricantes de pré-misturas, ingredientes e enzimas ocorreu nos Guias de Fornecedores publicados anualmente por revistas de ingredientes e de panificação:

- a. *Food Ingredients* Brasil
- b. Padaria 2000
- c. Panificação Brasileira

As empresas mapeadas neste trabalho estão apresentadas no Supacítulo 4.2, Avaliação das empresas do segmento. A aplicação gráfica do modelo do Navegador do Capital Intelectual foi feita nas empresas priorizadas, de acordo com a pontuação obtida na metodologia de avaliação do Capital Intelectual que se apresentou.

3.2 Avaliação dos parâmetros que caracterizam o Capital Intelectual por especialistas por meio de entrevistas

No capítulo 3.1.3 os elementos que compõe o Capital Intelectual foram trazidos da literatura e aplicados ao mercado, considerando a disponibilidade e os fundamentos de cada aspecto do Capital Intelectual definidos na literatura. Esta seleção de elementos foi realizada pelo autor do trabalho e discutida por um time de especialistas.

O método utilizado para validação com os especialistas foi a realização de entrevistas individuais semi-estruturadas. Esse formato aplica questões específicas e permite a participação do entrevistador com questões adicionais. A realização das entrevistas aconteceu por telefone ou chamada de vídeo *online* em dezembro de 2020. É importante ressaltar que as conversas aconteceram num ano atípico, caracterizado pela pandemia do COVID-19, e num cenário fortemente influenciado pela transformação digital nas relações pessoais e profissionais.

O roteiro foi composto pela apresentação do objetivo do trabalho e o reforço das limitações de acesso à informação em empresas com estrutura de capital fechado. Em seguida

foram feitas doze perguntas, uma para cada elemento escolhido no Subcapítulo 3.1.3 para se avaliar o Capital Intelectual. Cada pergunta pedia uma resposta sobre sua concordância e o entrevistado era convidado a comentar sua resposta. Se necessário, a entrevistadora complementava com mais alguma pergunta para garantir o entendimento.

No questionário utilizou-se a escala do tipo Likert, modelo amplamente empregado na literatura e desenvolvido por Rensis Likert (1932). A escala de verificação de Likert consiste em se elaborar um construto e desenvolver um conjunto de afirmações relativas à sua definição, para as quais os respondentes emitiram seu grau de concordância (JÚNIOR, 2014).

A escala original de Likert tinha a proposta de ser aplicada com cinco pontos, variando da discordância total até a concordância total. No entanto são aceitos modelos chamados do tipo Likert com variações na pontuação, a critério do pesquisador. A grande vantagem dessa escala é sua facilidade de adequação pelo pesquisador, de forma que o entrevistado possa emitir um grau de concordância sobre uma afirmação qualquer. De acordo com os críticos, perguntas com o modelo Likert solicitam do respondente pelo menos duas dimensões a serem analisadas: conteúdo e intensidade. O indivíduo precisa verificar o conteúdo da proposição do item e, em seguida, opinar considerando ainda a intensidade dessa concordância (JÚNIOR, 2014).

No presente trabalho, foi utilizada a escala Likert com três pontos: três para “concordo totalmente”, 2 para “concordo parcialmente” e 1 para “não concordo nem discordo”. O Quadro 9 apresenta como foi utilizada essa escala para avaliação do grau de concordância dos respondentes com os elementos escolhidos.

Quadro 9 – Questionário com a escala utilizada pelos respondentes para avaliar os elementos do Capital de Relacionamento.

Considerando a sua experiência, qual o seu grau de concordância com o elemento caracterizador do Capital Intelectual em empresas com estrutura de capital fechado dentro de um mesmo segmento?		Não concordo nem discordo (Indiferente)	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
Capital Estrutural - Administrativo	O Faturamento estimado possibilita conhecer o porte da empresa. Essa métrica permite avaliar o seu Capital Intelectual Administrativo de forma direta ou indireta.			

Capital Estrutural - Administrativo	A presença de débitos trabalhistas, protestos financeiros e ações judiciais permite avaliar o seu Capital Intelectual Administrativo de forma direta ou indireta.			
Capital Estrutural - Administrativo	A capacidade de a empresa importar matérias-primas /equipamentos, diretamente de fornecedores globais e exportar produtos para outros mercados consumidores, permite avaliar o seu Capital Intelectual Administrativo de forma direta ou indireta.			
Capital Estrutural - Mercado	A proximidade geográfica em relação ao mercado consumidor permite avaliar o seu Capital Intelectual Administrativo de forma direta ou indireta.			
Capital Estrutural - Mercado	Tempo de existência da empresa.			
Capital Estrutural - Mercado	A cobertura do mercado (local, estadual ou nacional), isto é, a abrangência das suas operações comerciais permite avaliar o seu Capital Intelectual Administrativo de forma direta ou indireta.			
Capital Humano - Inovação	A extensão (variedade) do portfólio permite avaliar o Capital Intelectual de Inovação de forma direta ou indireta.			
Capital Humano - Inovação	O histórico de patentes permite avaliar o Capital Intelectual de Inovação de forma direta ou indireta.			
Capital Humano - Inovação	A presença de times especializados permite avaliar o Capital Intelectual de Inovação de forma direta ou indireta, em comparação com um time generalista. Não foi avaliada a presença de times multidisciplinares.			
Capital de Relacionamento - Marketing	A presença de pelo menos uma marca registrada permite avaliar o Capital Intelectual do marketing de forma direta ou indireta.			
Capital de Relacionamento - Marketing	A presença da empresa nos meios digitais (<i>site</i> , mídias sociais) permite avaliar o Capital Intelectual do marketing de forma direta ou indireta.			
Capital de Relacionamento - Marketing	A presença em feiras e revistas do segmento permite avaliar o Capital Intelectual do marketing de forma direta ou indireta.			

Fonte: Elaborado pela Autora (2020).

O grupo de especialistas selecionado para avaliar os elementos do Capital Intelectual foi definido com base em suas experiências e na sua capacidade de discutir a adequação de cada elemento às práticas de mercado. Para garantir uma visão multidisciplinar, o grupo foi composto por especialistas de três diferentes áreas:

- a. Finanças – analisando-se a aplicação do modelo para a avaliação de empresas e que permite identificar empresas com maior e menor Capital Intelectual, num segmento composto por empresas com estrutura de capital fechado;
- b. Recursos Humanos – avaliando-se o Capital Humano como chave para identificar fortalezas e fraquezas atuais na gestão da empresa com relação à concorrência;
- c. Inovação – buscando-se relacionar os elementos do Capital Intelectual com a capacidade de Inovação e adaptação das empresas ao mercado, aspectos que indicam longevidade e potencial de sucesso.

A quantidade de entrevistados foi projetada para três especialistas por área, totalizando nove pessoas; a amostra poderia ser ampliada caso não houvesse redundância nas respostas. Não houve necessidade de ampliar o número de entrevistas, pois as respostas não apresentaram divergência significativa.

Os especialistas selecionados estão apresentados abaixo:

Especialistas em Finanças

- a. Jean Carlo Sobral. Atualmente é *Chief Financial Officer*. Formação em Contabilidade pela USP, Mestrado em Contabilidade pela USP e Mestrado em Gestão de Negócios pela FIA. Possui 10 anos de experiência em Auditoria. Mais de 20 anos de experiência na área de Finanças em empresas de grande porte, multinacionais importadoras e exportadoras. Participou de 5 processos de fusões e aquisições, especialista em planejamento tributário, investimentos e relatórios financeiros;
- b. Roberto Ricciardi. Atualmente é *International Accounts Manager*. Formação em Engenharia Mecânica pelo Mackenzie, MBA em Finanças pela FIA, Administração e Marketing pela ESPM e Mestrado Profissional em Gestão de Negócios pela FIA. 28 anos de experiência em Finanças, em empresas nacionais e multinacionais. Atuação como *controller*;

- c. Ricardo Aguida Geraldês. Formação em Economia pela Fundação Oswaldo Cruz. Atualmente é Gerente de Departamento da divisão de Seguros de um banco brasileiro. Conta com mais de 14 anos na diretoria financeira de um banco brasileiro, nove anos de experiência na Gerência de Marketing do setor bancário e dez na supervisão de um banco multinacional.

Especialistas em Recursos Humanos

- d. Daniel Maganha. Graduado em Comunicação Social e Geografia pela USP, Pós-Graduado em Jornalismo pela UNICAMP, Especialista em Gestão do Conhecimento pela FGV, com MBA em Recursos Humanos e Mestrado em Gestão de Negócios pela FIA. Diretor de Desenvolvimento responsável pela América do Sul, com mais de 10 anos em Treinamento e Desenvolvimento, experiência em Recursos Humanos e Comunicação no decorrer de sua carreira;
- e. Lísia Prado. Graduada em Psicologia e Administração, com MBA em Marketing pela FGV e Mestrado em Gestão de Negócios pela FIA. Também é Especialista em *Business Model Generation*, Análise Quântica (Psicologia) e *Coach*. Atualmente é sócia de uma Consultoria de Recursos Humanos, mais de 13 anos de experiência no ramo, além de atuar como professora há quase 10 anos;
- f. Kellen Reis. Graduada em Economia, Especialista em *Business Management* pela FGV, com MBA em Recursos Humanos pela USP e Mestrado em Gestão de Negócios pela FIA. Também possui formação em *High Performance Leadership* pela *AMD Business School e Strategic Management Program* pela *University of Michigan*. Atualmente atua como Diretora Executiva de Recursos Humanos, com mais de 30 anos de experiência em Recursos Humanos em empresas de diversos segmentos.

Especialistas em Inovação

- g. Roberto Mosquera. *Scrum Master*, Mestre em Planejamento Ágil pela FIA/SP e Economista com Especialização em Administração, Marketing de Serviços pela FGV/SP, Extensão em Modelos de Negócio e *Design Thinking* pela ESPM/SP. Atua como especialista em Organizações Ágeis, consultor e facilitador de *workshops* e treinamentos. Por mais de 20 anos, liderou projetos de transformação organizacional, excelência operacional, inovação e desenvolvimento de líderes e equipes em grandes empresas de diversos setores;
- h. Felipe Corrêa. Graduado em Engenharia da Computação pela UNICAMP com MBA em *Business Economics* pela FGV e Mestrado em Gestão de Negócios pela FIA. Atua como Gerente de Projetos e Inovação numa Faculdade na qual também coordena cursos e ministra aulas. Experiência de mais de cinco anos como professor e Gerente de Projetos há quase 10 anos;
- i. Cristiane Perenha. Graduada em Engenharia de Alimentos pela UNICAMP e Especialista em Gestão de Negócios pela Fundação Dom Cabral. Atua como Gerente Técnica Responsável pelo Centro de Inovação de Panificação de uma

multinacional. Possui mais de 20 anos de experiência técnica em Desenvolvimento de Produtos, Inovação, Aplicação e Treinamento, em multinacionais de ingredientes para os mercados de panificação, lácteos, entre outros.

A avaliação de cada indicador do Capital Intelectual, apresentado no Quadro 9, foi feita individualmente pelos especialistas. Cada entrevistado respondeu de forma qualitativa seguindo a escala Likert de três pontos, definida neste trabalho.

O objetivo da entrevista foi entender quais atributos estão efetivamente ligados ao Capital Intelectual e quais são indiferentes, na visão dos entrevistados.

Os indicadores classificados com “concordo totalmente” ou “concordo parcialmente” por pelo menos 50% dos especialistas foram considerados pertinentes. Da mesma forma, os atributos classificados como “não concordo nem discordo/indiferentes” por pelo menos 50% dos especialistas foram considerados menos importantes para a avaliação do Capital Intelectual. O total em cada indicador é o número de respondentes.

A análise das entrevistas foi feita em duas etapas: a primeira considerando o perfil do especialista na avaliação de cada indicador e a segunda, uma visão consolidada de todos os especialistas. É importante distinguir essa análise, pois profissionais com experiência em diferentes aspectos do Capital Intelectual podem ter uma percepção diferente sobre cada atributo avaliado.

3.3 Matriz de amarração

Para facilitar a compreensão da relação entre a pergunta da pesquisa e os objetivos específicos, bem como as técnicas utilizadas para avaliação de cada hipótese, foi construída a uma matriz de amarração. A matriz está apresentada no Quadro 10 e atende os conceitos apresentados por Telles (2011).

A matriz de amarração apresenta as técnicas de análise utilizadas neste trabalho: pesquisa bibliográfica, análise documental, avaliação das empresas e entrevista semi-estruturada com especialistas.

Quadro 10: Matriz de Amarração

Pergunta de Pesquisa	Objetivos específicos	Conceitos	Técnicas de análise	
Como avaliar o Capital Intelectual de uma empresa de capital fechado? E como comparar o Capital Intelectual com o de outras empresas do mesmo segmento? Para comparar é preciso utilizar uma metodologia aplicável ao segmento de mercado escolhido: empresas nacionais de ingredientes para panificação.	1.º Objetivo específico: Adaptar a metodologia de avaliação do Capital Intelectual de Stewart (1998) para a realidade das empresas brasileiras com estrutura de capital fechado.	A Metodologia adequada para avaliação do Capital Intelectual de uma empresa é o navegador do Capital Intelectual, Stewart (1998)	Pesquisa bibliográfica e comparação das metodologias: Avaliação de Valor de Marca utilizando <i>Scorecard</i> (MILONE, 2004), Entrevistas com análise Fuzzy (LEGEY JÚNIOR, 2010) e Navegador do Capital Intelectual (STEWART, 1998)	
	2.º Objetivo específico: Identificar os parâmetros para avaliação do Capital Intelectual de acordo com a metodologia de Stewart (1998) e as informações públicas disponíveis.	Os parâmetros para avaliação do Capital Intelectual podem ser fragmentados em quatro grupos. Os elementos que caracterizam o Capital Intelectual são:		
		1. Capital Estrutural – Administrativo Faturamento estimado (Reais/ano) Débitos (trabalhistas/protestos/ações judiciais) Operação Internacional (Importação/Exportação)	Análise documental	
		2. Capital Estrutural - Localização: Proximidade do mercado consumidor Tempo da empresa (anos) Cobertura do mercado	Análise documental	
		3. Capital Humano – Inovação Abrangência do Portfólio Inovações com Patentes Especialização do time	Análise documental	
	4. Capital de Relacionamento - Marketing Marca Registrada Presença Digital Presença em feiras e revistas	Análise documental		
	3.º Objetivo específico: Aplicar a metodologia adaptada de Stewart (1998), conforme os objetivos específicos 1 e 2 para empresas do segmento de mercado em estudo.	É possível avaliar o Capital Intelectual de uma empresa aplicando a metodologia de Stewart (1998).	Análise de cada empresa por meio dos gráficos gerados com base na metodologia do Navegador do Capital Intelectual e discussão, relacionando-os com o posicionamento das empresas.	
4.º Objetivo específico: Analisar os parâmetros definidos no objetivo específico 2, discutindo os principais pontos com especialistas em Capital Intelectual e a convergência com a experiência prática.	Especialistas possuem conhecimento teórico e prático de mercado para validar a escolha dos elementos que ponderam o Capital Intelectual.	Entrevista semi-estruturada com especialistas.		

Fonte: Elaborado pela Autora (2020).

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Breve caracterização do segmento de panificação

O setor global de panificação foi avaliado em US\$ 598 bilhões em 2019 e está previsto para atingir US\$ 669 bilhões até 2024, crescendo a um CAGR de 2,3% no período de 2019-2024. O continente americano compõe o maior mercado global de cereais de panificação, setor que responde por uma participação de valor de 35,5% em 2019, US\$ 212 bilhões. seguido pela Europa ocidental com uma participação de valor de 25,2%. No Brasil, esse setor representa US\$ 30 bilhões (Global Data, 2020).

O setor agrupa 11 categorias, a saber: biscoitos, bolachas doces, barras energéticas, barras de cereais, produtos para o café da manhã, pães, produtos para elaboração de pães, bolos, cereais matinais, misturas e ingredientes para panificação. As categorias de misturas e ingredientes para panificação, escopo deste trabalho, representaram juntas US\$ 492 milhões na América, em 2019 (Global Data, 2020).

O segmento de misturas e ingredientes para panificação é pouco abordado pela literatura, embora no Brasil estime-se que represente mais de R\$ 1 bilhão por ano. Empresas globais, como a Bunge®, Zeelandia® (Emulzint®), Puratos®, Ireks®, ABMauri®, Corbion® e Lesaffre® atuam no País, convivendo com uma grande variedade de empresas locais, como Adimix®, Prozyn®, PMAN®, J. Macêdo®, entre outras.

As empresas nacionais do segmento de misturas e ingredientes para panificação estão direcionadas para diversos subsegmentos, como: moinhos, pré-misturas padronizadas para panificação, preparação de ingredientes customizados para indústria e ingredientes para confeitaria. As companhias apresentam diferentes graus de especialização do seu capital intelectual, o que resulta em diferenciação do portfólio, cobertura do atendimento comercial e importância para o mercado.

As empresas locais foram caracterizadas também pela estrutura de capital e modelo de gestão. Em 2019, as organizações mapeadas possuíam estrutura de capital fechado e a maior parte era de gestão familiar, com características que dificultavam o acesso do mercado ao conhecimento de sua gestão, saúde financeira e potencial de crescimento.

O interesse da Autora pelo mercado de panificação é decorrente da sua experiência profissional o que permitiu uma análise não somente teórica como também prática da atuação de diversas empresas.

4.2 Ajuste do método de Stewart ao mercado de ingredientes para panificação

Os indicadores-chave e os índices foram adequados à realidade brasileira, conforme discutidos no Capítulo 3. Para aplicação do método do Navegador do Capital Intelectual de Stewart (1998), foram elencados índices simples de avaliar, pertinentes ao mercado brasileiro e significativos para a produção de Capital Intelectual.

Os índices apresentados neste trabalho estão descritos a seguir:

- I. Capital Estrutural - Administrativo
 1. Faturamento estimado informado pela Serasa Experian® por meio do relatório Concentre.
 2. Situação financeira da empresa com base em três relatórios
 - i. Endividamento estimado pela Serasa Experian® no relatório Concentre;
 - ii. Certidão positiva com efeito de negativa de débitos relativos aos Tributos Federais e à dívida ativa da União fornecida pelo Ministério da Fazenda;
 - iii. Certidão negativa de débito fornecida pela Justiça do Trabalho.
 3. Habilidade para trabalhar com exportações/importações, de acordo com o histórico de importações e exportações disponibilizado pelo Ministério da Economia na seção de Estatística de Comércio Exterior.
- II. Capital Estrutural - Mercado
 1. Localização estratégica considerando-se a proximidade dos principais mercados consumidores. Informação disponível no próprio *site* da empresa ou no cadastro da Junta Comercial.
 2. Tempo de existência da empresa. Informação disponível no próprio *site* da empresa ou no cadastro da Junta Comercial.
 3. Cobertura de mercado.
- III. Capital Humano - Inovação
 1. Portfólio de produtos declarado pela empresa.
 2. Inovação avaliada pelo histórico de depósito de patentes.

3. Especialização do time para atendimento ao mercado - entende-se que uma empresa que possui um time comercial, um profissional responsável pela área técnica e um especialista em *marketing*, possui um capital humano mais forte do que uma empresa com somente duas dessas posições ou somente uma. A informação foi coletada por meio dos perfis no *LinkedIn*, rede social de perfis profissionais, vinculados a cada uma das empresas.

IV. Capital de Relacionamento - *Marketing*

1. Marcas registradas. Empresas preocupadas em proteger seu nome e suas marcas no mercado zelam pelo registro de marcas e identidade visual dos seus produtos no INPI, Instituto Nacional de Propriedade Industrial.
2. Presença de *site* da empresa nos meios de comunicação de massa digitais, como *Instagram* e *Facebook*.
3. Presença na principal Feira do segmento em pelo menos um dos últimos dois anos (2017 e 2018), a FIPAN (Feira Internacional da Panificação, Confeitaria e do Varejo Independente de Alimentos), e/ou anúncio em revistas relevantes para o mercado determinado. Foram consideradas as duas com maior tiragem sobre panificação: Padaria 2000 e Panificação brasileira.

Para cada índice escolhido foi definida uma métrica de um a três, de forma que fosse possível quantificar e posteriormente comparar os atributos entre as empresas numa visualização gráfica. As pontuações são atreladas a uma visão qualitativa e foram apresentadas nos Quadros 6, 7, 8 e 9 do capítulo anterior.

4.3 Visão crítica de especialistas sobre os indicadores-chave do Capital Intelectual

Um grupo de nove especialistas de três diferentes áreas do conhecimento avaliaram todos os indicadores-chave utilizados para mensurar o Capital Intelectual, o objetivo era validar a escolha dos elementos realizada pela autora.

Os entrevistados classificavam as sentenças utilizando a escala: Concordo totalmente, conrodo parcialmente ou Não concordo nem discordo A percepção dos entrevistados foi convergente com a proposta apresentada neste trabalho. Entre os 12 indicadores-chave selecionados, 10 foram validados por mais de 50% dos entrevistados, ou seja, foram classificados como Concordo totalmente ou Concordo parcialmente e 2 indicadores foram

considerados como pouco relevantes, com percentual abaixo de 50%, conforme apresentado na Tabela 4.

Tabela 4: Avaliação dos Indicadores-Chave do Capital Intelectual, Percentual de respostas Concordo totalmente ou Concordo parcialmente em relação ao total de respostas do aspecto avaliado

Capital Intelectual	Indicador-Chave	Inovação	RH	Finanças	Geral
Capital Estrutural – Administrativo	O Faturamento estimado possibilita conhecer o porte da empresa. Essa métrica permite avaliar o Capital Intelectual Administrativo de forma direta ou indireta.	33%	67%	33%	44%
	A presença de débitos trabalhistas, protestos financeiros e ações judiciais permite avaliar o seu Capital Intelectual Administrativo de forma direta ou indireta.	100%	100%	100%	100%
	A capacidade de a empresa importar matérias-primas /equipamentos diretamente de fornecedores globais e exportar produtos para outros mercados consumidores, permite avaliar o seu Capital Intelectual Administrativo de forma direta ou indireta.	100%	100%	100%	100%
Capital Estrutural – Mercado	A proximidade geográfica do mercado consumidor permite avaliar o seu Capital Intelectual em relação ao mercado de forma direta ou indireta.	33%	33%	0%	22%
	Tempo de existência da empresa permite avaliar o seu Capital Intelectual com relação ao mercado de forma direta ou indireta.	100%	50%	67%	67%
	A cobertura do mercado (local, estadual ou nacional), isto é, a abrangência das suas operações comerciais permite avaliar o seu Capital Intelectual em relação ao mercado de forma direta ou indireta.	100%	100%	100%	100%
Capital Humano - Inovação	A extensão (Variedade) do portfólio permite avaliar o Capital Intelectual de Inovação de forma direta ou indireta.	67%	33%	67%	56%
	O histórico de patentes permite avaliar o Capital Intelectual de Inovação de forma direta ou indireta.	100%	67%	100%	89%
	A presença de times especializados permite avaliar o Capital Intelectual de Inovação de forma direta ou indireta, em comparação a um time generalista (sem especialistas).	100%	100%	67%	89%
Capital de Relacionamento - Marketing	A presença de pelo menos uma marca registrada permite avaliar o Capital Intelectual do marketing de forma direta ou indireta.	67%	33%	100%	67%
	A presença da empresa nos meios digitais (<i>site</i> , mídias sociais) permite avaliar o Capital Intelectual do marketing de forma direta ou indireta.	67%	100%	100%	89%
	A presença em feiras e revistas do segmento permite avaliar o Capital Intelectual do marketing de forma direta ou indireta.	67%	100%	100%	89%

Fonte: Elaborado pela Autora (2020).

a) Capital Estrutural administrativo

O faturamento da empresa foi considerado relevante somente por 44% dos especialistas, por obter uma aprovação inferior a 50% foi considerado como pouco importante na avaliação do capital administrativo. Na visão dos entrevistados, não é uma informação claramente relacionada ao Capital Intelectual, eles entendem que o faturamento pode refletir uma situação pontual, como um benefício do governo ou uma situação de crise.

Foi apontado por alguns especialistas em Finanças que em alguns mercados específicos o faturamento pode ser estar relacionado ao Capital Intelectual, mas este fator não pode ser generalizado.

A presença de débitos trabalhistas, protestos financeiros e ações judiciais foi considerada indicador importante na avaliação do Capital Intelectual administrativo por 100% dos respondentes. Esse ponto foi descrito como uma forma direta ou indireta de avaliar a capacidade de gestão de uma organização entre empresas do mesmo segmento.

Segundo os especialistas, uma boa gestão visa minimizar essas pendências, em especial os processos trabalhistas. A Inovação exige equipes com autonomia, empoderamento e autogerenciamento. Problemas trabalhistas, em geral, estão relacionados a times mais operacionais e burocráticos que trazem uma inovação pouco disruptiva. Como exemplo, foi citada uma antiga estatal com muitos problemas com o sindicato e baixa inovação, enquanto outra empresa do mesmo segmento trabalha com grupos autogerenciáveis e obtém melhor desempenho.

A capacidade de a empresa importar matérias-primas /equipamentos diretamente de fornecedores globais e exportar produtos para outros mercados consumidores foi relacionada como um indicador do Capital Intelectual administrativo por 100% dos avaliadores. Entende-se que é uma competência que confere agilidade e acesso a matérias-primas e mercados privilegiados quando aplicáveis ao segmento.

b) Capital Estrutural do mercado

Um dos indicadores com menor aprovação pelos especialistas, 22%, corresponde à frase “A proximidade geográfica com relação ao mercado consumidor permite avaliar o seu Capital Intelectual quanto ao mercado de forma direta ou indireta”. Os entrevistados

explicaram que esse fator foi muito importante no passado, no entanto, com a evolução do atendimento logístico, ele perdeu a relevância. Em especial, destacaram-se não só o impacto da pandemia do COVID-19 em 2020, que impulsionou a entrega de produtos, como também a prestação de serviços digitais e a evolução do trabalho remoto.

Um fato que demonstra a rápida evolução logística em 2020 é o crescimento da multinacional Amazon, referência em *e-commerce* e entregas rápidas em diversos países. Segundo a revista Forbes de julho de 2020, o valor de mercado da empresa saltou de 920 bilhões de dólares para 1,54 trilhão de dólares, tornando-a uma das maiores empresas do mundo, atrás da Microsoft e da Apple (Klebnicov, 2020).

Outros aspectos destacados na definição da localização da empresa foram: o benefício fiscal que pode ser obtido quando a localização é definida em sintonia com o planejamento tributário e o acesso privilegiado a matérias-primas que pode gerar vantagens competitivas. As duas questões refletiriam o Capital Intelectual envolvido na definição da localização de forma mais significativa que a proximidade do mercado consumidor.

Outro indicador com percepção heterogênea foi o tempo de existência da empresa no mercado. Esse indicador apresentou 67% de aprovação e, na visão de alguns especialistas, embora a maturidade da empresa no mercado seja importante, o Capital Intelectual está mais relacionado com o tempo de experiência dos colaboradores do que com o tempo de existência da organização.

Os especialistas em Inovação destacam que o tempo agrega lições sobre a dinâmica do mercado e experiência administrativa, ao mesmo tempo indicam que conhecimento técnico independe do tempo da empresa, mas do tempo de experiência de seus profissionais.

A cobertura do mercado (local, estadual ou nacional), isto é, a abrangência das suas operações comerciais foi avaliada por 100% dos respondentes como relevante para o conhecimento do seu Capital Intelectual. Especialistas em Inovação e Recursos Humanos descrevem que a empresa precisa conhecer a dinâmica de diversos mercados consumidores e desenvolver competências técnicas e operacionais para atendê-los.

c) Capital humano para Inovação

A extensão do portfólio obteve um índice moderado de aprovação com 56% de respostas positivas e foi avaliada de formas diferentes por grupo de especialistas. Enquanto os especialistas em Recursos Humanos não a consideraram um fator relevante, os profissionais de Inovação e Finanças avaliaram como parcialmente importante, sendo a qualidade do portfólio e a introdução de novos conceitos ao mercado apontados como um fator mais importante do que a quantidade de produtos na visão dos especialistas em Inovação. No presente trabalho, o portfólio foi classificado de acordo com a sua complexidade e não pelo número de produtos. Com isso entende-se que o indicador aplicado, dessa forma, é pertinente para a avaliação do Capital Intelectual.

A relação entre o registro de uma marca e a presença de Capital Intelectual não obteve resposta unânime entre os grupos. Para os de Finanças, é clara a relação positiva, possivelmente pelo entendimento da sua importância na composição dos ativos intangíveis de uma empresa; para os profissionais de Inovação, a relação existe e para Recursos Humanos, frágil.

O histórico de patentes permite avaliar o Capital Intelectual de Inovação de forma direta ou indireta na visão de 89% dos respondentes. A aprovação não foi unânime, pois especialistas em Recursos Humanos afirmam que não há uma cultura de patentes no Brasil e os profissionais de Inovação reforçam que o depósito de patentes é um processo difícil, lento e burocrático.

A presença de times especializados também obteve 89% de aprovação para a avaliação do Capital Intelectual de Inovação, em comparação com um time generalista (sem especialistas). A presença de especialistas num time corporativo foi apontada como essencial para a Inovação; no mínimo uma equipe deve ter profissionais com experiência comercial, desenvolvimento e marketing.

Na visão dos especialistas em Inovação não é necessário que as equipes sejam departamentalizadas; times multifuncionais têm apresentado ótimo desempenho e são cada vez mais utilizados. Outro aspecto destacado foi o fato de um time com foco no processo de Inovação poder ter melhores resultados do que um time direcionado somente a um produto inovador.

d) Capital de relacionamento do Marketing

A presença de pelo menos uma marca registrada permite avaliar o Capital Intelectual do marketing de forma direta ou indireta na avaliação de 67% dos entrevistados.

A presença da empresa nos meios digitais (*site*, mídias sociais) permite avaliar o Capital Intelectual do marketing de forma direta ou indireta segundo 89% dos respondentes. Foi unânime que as empresas precisam ter no mínimo um *site* de apresentação com uma descrição de seu portfólio e informações gerais sobre o atendimento.

Uma presença digital organizada e clara transmite credibilidade, transparência e confiança segundo os especialistas em Finanças. Esses aspectos também são cada vez mais importantes no relacionamento dos consumidores com as marcas, fator somado à percepção do produto e/ou serviço.

Comunicação em feiras e revistas do segmento foi avaliada como um fator indicativo relevante para o Capital Intelectual na opinião de 89% dos entrevistados. Especialistas em Inovação destacam que, para empresas novas ou de porte médio, a presença em meios de comunicação do segmento é mais importante do que para as empresas de grande porte, visto que a imagem daquelas pode ainda não estar consolidada no mercado de atuação.

Por sua vez, especialistas em Recursos Humanos e Inovação entendem que a comunicação em feiras é um formato em declínio e que a sua desaceleração intensificou-se com a pandemia do COVID-19 em 2020.

4.4 A avaliação das empresas do segmento

Em 2019, foram mapeadas em guias de fornecedores das revistas *Food Ingredients Brasil*, *Panificação Brasileira* e *Padaria 2000*, especialistas em panificação, 17 empresas nacionais de ingredientes para panificação com estrutura de capital fechada:

- 1 Prozyn®
- 2 Granotec®
- 3 Arcolor®
- 4 PMAN®
- 5 Adimix®
- 6 Festpan®
- 7 Itaiquara®

8	Adinor®
9	Pronap
10	Nilpan®
11	Vallens
12	J Pan®
13	Europane®
14	Reforpan® (Esdel)
15	Primos e Filhos
16	Bonasse
17	Purapan

Todas as empresas listadas foram avaliadas segundo a metodologia proposta. Para análise e comparação foram utilizadas as dez com maior pontuação no Capital Intelectual: Prozyn®, Granotec®, Arcolor®, PMAN®, Adimix®, Festpan®, Itaiquara®, Adinor®, Pronap e Nilpan®, que representam as empresas mais relevantes da amostra. Sobre as demais, foram encontradas poucas informações; entende-se que podem ser empresas muito recentes ou pouco formalizadas.

As empresas priorizadas que foram objeto deste estudo estão apresentadas em seguida. Para cada uma, oferece-se uma breve caracterização com o ano de abertura, atividades mais importantes, dados numéricos fornecidos pela Serasa Experian® e Junta Comercial do Estado de São Paulo (JUCESP), além da logomarca institucional.

Fundada em 1991 e localizada em São Paulo-SP, a Prozyn®, logomarca apresentada na Figura 2, formula e fabrica produtos customizados para seus clientes em todo o Brasil. Pode-se descrever a empresa com as informações do Quadro 11, disponibilizadas pela Serasa Experian® e Junta Comercial do Estado de São Paulo (JUCESP).

A companhia apresenta-se como especialista em formulações com enzimas e ingredientes. Possui uma equipe de Pesquisa e Desenvolvimento com capacitação análise de matérias-primas e conhecimento de aplicações.

A Prozyn® oferece consultoria e análises laboratoriais para empresas de diversos mercados, corretores e melhoradores de farinha para moinhos, aditivos para o mercado de

bebidas, açúcar, álcool e indústria de laticínios e ingredientes para a indústria de panificação, como melhoradores de farinha, aditivos e pré-misturas.

Figura 2 – Logomarca Prozyn®



Fonte: PROZYN® BIOSOLUTIONS, 2020.

Quadro 11 - Empresa 1: Prozyn®

Principais números (Serasa Experian®)	Faturamento anual estimado: R\$ 120 M Ativos totais: R\$ 60 M Número estimado de clientes: 22.572
Capital Social (JUCESP)	R\$ 1,6 M
Estrutura societária	Jadyr Mendes de Oliveira Maria Tereza de Jesus Mendes

Fonte: Elaborado pela Autora (2020).

Fundada em 1991 e localizada em Curitiba-PR, a Granotec®, no passado composta por duas empresas, a Granotec® e a Granolab®, mantém as duas marcas em sua logomarca, apresentada na Figura 3. Formula e fabrica produtos customizados para seus clientes, em todo o Brasil. Em números, pode-se descrever a empresa com as informações do Quadro 12, disponibilizadas pela Serasa Experian® e Junta Comercial do Estado de São Paulo (JUCESP).

A companhia apresenta o mesmo perfil de consultora da Prozyn® e atua nos mesmos mercados.

Figura 3 – Logomarca Granotec® | Granolab®



Fonte: GRANOLAB® | GRANOTEC®, 2020.

Quadro 12 - Empresa 2: Granotec®

Principais números (Serasa Experian®)	Faturamento anual estimado: R\$ 41,5 M Ativos totais: R\$ 23 M Número estimado de clientes: 1.200
Capital Social (JUCESP)	R\$ 3 M
Estrutura societária	Pocari <i>Financing Corp</i> (20% Capital) Eduardo José Nicolau Feliz (15% Capital) Cássio Benghi Venturelli (14,3% Capital)

Fonte: Elaborado pela Autora (2020).

A Arcolor®, logomarca apresentada na Figura 4, é uma empresa especialista em confeitaria, localizada em São Paulo-SP desde 1982. Seu portfólio completo inclui pré-mistura para pães e bolos, recheios, coberturas, açúcares, corantes e pastas de açúcar. Pode-se caracterizar a empresa brevemente com as informações do Quadro 13, disponibilizadas pela Serasa Experian® e Junta Comercial do Estado de São Paulo (JUCESP).

Figura 4 - Logomarca Arcolor®

Fonte: ARCOLOR®, 2020.

Quadro 13 - Empresa 3: Arcolor®

Principais números (Serasa Experian®)	Faturamento anual estimado: R\$ 56 M Ativos totais: R\$ 48 M Número estimado de clientes: 8.304
Capital Social (JUCESP)	R\$ 1,5 M
Estrutura societária	Alexandre Gomes da Conceição (33,3%) Mario de Souza Morilha (33,3%) Ulysses Amorim de Oliveira (33,3%)

Fonte: Elaborado pela Autora (2020).

Fundada em 1996, localizada em São Paulo (SP), com a logomarca apresentada na Figura 5, PMAN® é um fabricante de soluções para panificação. Em números, pode-se descrever a empresa com as informações do Quadro 14, disponíveis pela Serasa Experian® e Junta Comercial do Estado de São Paulo (JUCESP).

Apresenta-se como especialista em desmoldantes. Seu portfólio também contém conservantes para pães, concentradores de sabor e enzimas.

Figura 5 - Logomarca PMAN®



Fonte: PMAN®, 2020.

Quadro 14 - Empresa 4: PMAN®

Principais números (Serasa Experian®)	Faturamento anual estimado R\$ 8,9 M
Capital Social (JUCESP)	R\$ 5 M
Estrutura societária	Paulo Roberto Cavalcante Andre Cavalcante Mario Costa Cavalcante Neto Norival Torregrossa Júnior

Fonte: Elaborado pela Autora (2020).

Fundada em 1997 e localizada em São Paulo (SP), a Adimix®, logomarca apresentada na Figura 6, é fabricante de produtos para panificação e confeitaria. Possui uma planta industrial moderna e bem equipada. Pode-se caracterizar a empresa com as informações do Quadro 15, disponíveis pela Serasa Experian® e Junta Comercial do Estado de São Paulo (JUCESP).

Apresenta-se como uma empresa muito próxima dos seus distribuidores e dos usuários finais. O portfólio abrange melhoradores, pré-misturas e ingredientes de panificação para padarias, indústrias e confeitarias.

Figura 6 - Logomarca Adimix®

Fonte: ADIMIX®, 2020.

Quadro 15 - Empresa 5: Adimix®

Principais números (Serasa Experian®)	Faturamento anual estimado: R\$ 72 M Ativos totais: R\$ 71 M Número estimado de clientes: 11.123
Capital Social (JUCESP)	R\$ 4,232 M
Estrutura societária	Antonio Narciso Neto (87,5%) Ana Gleides de Oliveira Narciso (7,5%) Carlos Alexandre Pacheco (5%)

Fonte: Elaborado pela Autora (2020).

Fundada em 1978, localizada em São Bernardo (SP), a Festpan®, logomarca apresentada na Figura 7, é uma indústria de ingredientes e pré-misturas para panificação e confeitaria. Pode-se caracterizar a empresa com as informações do Quadro 16, disponíveis pela Serasa Experian® e Junta Comercial do Estado de São Paulo (JUCESP).

Figura 7 - Logomarca Festpan®

Fonte: FESTPAN®, 2020.

Quadro 16 - Empresa 6: Festpan®

Principais números (Serasa Experian®)	Faturamento anual estimado: R\$ 172 M Ativos totais: R\$ 54,433 M Número estimado de clientes: 11.423
Capital Social (JUCESP)	R\$ 7 M
Estrutura societária	Vitor Manoel Bello Garcia Edmundo Ibanhes Bella Osmar Alavarce

Fonte: Elaborado pela Autora (2020).

No início do século XX, a Fespan® iniciou a produção de açúcar na usina Itaiquara®. Na década de 1950 iniciou a produção de fermento biológico prensado e, alguns anos depois, com fermento químico; somente em 2005 entrou no mercado de pré-misturas para panificação e confeitaria. A logomarca é apresentada na Figura 8 em números; a empresa pode ser descrita com as informações do Quadro 17, disponíveis pela Serasa Experian® e Junta Comercial do Estado de São Paulo (JUCESP).

Figura 8 - Logomarca ITAIQUARA®



Fonte: Itaiquara®, 2020.

Quadro 17 - Empresa 7: ITAIQUARA®

Principais números (Serasa Experian®)	Faturamento anual estimado: R\$ 340 M Ativos totais: R\$ 1.101,8 M Número estimado de clientes: 12.737
Capital Social (JUCESP)	R\$ 33 M
Estrutura societária	Alexandre de Abreu Sampaio Doria Ana Maria Whitaker de Souza Dias

Fonte: Elaborado pela Autora (2020).

Localizada na Bahia, a Adinor® há mais de 30 anos atua no segmento de fabricação e comercialização de ingredientes para panificação e confeitaria. A logomarca está apresentada na Figura 9. Em números, pode-se descrever a empresa com as informações do Quadro 18, disponibilizadas pela Serasa Experian® e Junta Comercial do Estado de São Paulo (JUCESP).

Figura 9 - Logomarca ADINOR®



Fonte: ADINOR®, 2020.

Quadro 18 - Empresa 8: ADINOR®

Principais números (Serasa Experian®)	Faturamento anual estimado: R\$ 41 M Ativos totais R\$ 19 M Número estimado de clientes: 5.194
Capital Social (JUCESP)	R\$ 2,6 M
Estrutura societária	Paulo César Pimenta Gama Eliane Paim Dias Joao Jorge Pimenta Gama

Fonte: Elaborado pela Autora (2020).

A Pronap iniciou em 1988 a fabricação e comercialização de ingredientes para panificação e confeitaria. A logomarca está apresentada na Figura 10. Em números, pode-se descrever a empresa com as informações do Quadro 19, disponíveis pela Serasa Experian® e Junta Comercial do Estado de São Paulo (JUCESP).

Figura 10 - Logomarca PRONAP



Fonte: PRONAP, 2020.

Quadro 19 - Empresa 9: PRONAP

Principais números (Serasa Experian®)	Faturamento anual estimado: R\$ 4,7 M Ativos totais não disponíveis Número de clientes não disponível
Capital Social (JUCESP)	R\$ 10 M
Estrutura societária	Agostinho Goncalves José Juraci Lins de Alencar Paulino Goncalves

Fonte: Elaborado pela Autora (2020).

A Nilpan® iniciou em 2006 a fabricação e distribuição de ingredientes para panificação e confeitaria em São Paulo. A logomarca está apresentada na Figura 11. Pode-se caracterizar a empresa com as informações do Quadro 20, disponíveis pela Serasa Experian® e Junta Comercial do Estado de São Paulo (JUCESP).

Figura 11 - Logomarca Nilpan®

Fonte: NILPAN®, 2020.

Quadro 20 - Empresa 10: NILPAN®

Principais números (Serasa Experian®)	Faturamento anual estimado: R\$ 12 M Ativos totais: R\$ 2,8 M Número de clientes: 422
Capital Social (JUCESP)	R\$ 0,3 M
Estrutura societária	Luciano Rodrigues Braile Rodrigo Vieira Oliveira Sandro Pallini

Fonte: Elaborado pela Autora (2020).

As empresas foram avaliadas em todos os critérios pela Autora deste trabalho, utilizando os parâmetros apresentados no Capítulo 3; os resultados obtidos estão na Tabela 5. A consolidação da avaliação nos pilares do Capital Intelectual, na Tabela 6.

Tabela 5 - Avaliação e pontuação dos índices das empresas analisadas

	Prozyn®	Granotec®	Arcolor®	PMAN®	Adimix®	Festpan®	Itaiquara®	Adinor	Pronap	Nilpan®
Faturamento estimado	3	2	2	1	2	3	3	2	1	2
Débitos	3	3	3	3	3	3	1	3	3	3
Operações internacionais	3	3	3	2	3	2	1	2	1	1
Localização	2	2	3	3	3	3	3	1	3	3
Tempo de empresa	2	2	3	2	1	3	3	3	3	1
Cobertura de mercado	3	3	3	3	3	2	3	2	3	1
Portfólio	3	3	1	3	2	1	1	2	2	2
Patentes	3	3	1	3	1	2	1	2	1	1
Especialização do time	3	3	3	3	3	2	3	2	1	1
Marca registrada	3	3	3	3	3	3	3	2	2	2
Digital	3	3	3	2	3	3	2	3	3	3
Comunicação	1	1	2	2	2	2	2	2	2	3

Fonte:Elaborado pela Autora (2020).

Tabela 6 - Avaliação e pontuação dos indicadores-chave das empresas

	Prozyn®	Granotec®	Arcolor®	PMAN®	Adimix®	Festpan®	Itaiquara®	Adinor	Pronap	Nilpan®
Capital Administrativo	9	8	8	6	8	8	5	7	5	6
Capital Estrutural	7	7	9	8	7	8	9	6	9	5
Capital Humano - Inovação	9	9	5	9	6	5	5	6	4	4
Capital de Relacionamento - Marketing	7	7	8	7	8	8	7	7	7	8
Total	32	31	30	30	29	29	26	26	25	23

Fonte: Elaborado pela Autora (2020).

A Tabela 5 apresenta a classificação de cada organização quanto aos 12 parâmetros estabelecidos para avaliação do capital intelectual. Em cada linha é possível comparar a posição de uma empresa com os demais competidores do mercado. A Tabela 6, por sua vez, apresenta a classificação das empresas em cada grupo do capital intelectual e a visão total, ordenando de forma decrescente o capital intelectual das empresas.

O campo faturamento estimado demonstra a heterogeneidade do porte das empresas, lembrando que a pontuação 1 corresponde a valores inferiores a 10 M reais por ano, caso da PMAN® e Pronap; faturamento superior a 100 M reais por ano recebem 3 pontos, caso da Prozyn®, Festpan® e Itaiquara®. A presença de débitos foi um fator importante na avaliação,

porém resultou pouca diferenciação entre as organizações; somente a Itaiquara® apresentou pontuação inferior às demais.

A capacidade de realizar operações internacionais também foi heterogênea, mostrando ser um indicador relevante para diferenciar as organizações, além de ter sido considerada relevante pelos especialistas. A localização avaliava com pontuação máxima as organizações mais próximas ao mercado consumidor: 7 entre as demais companhias apresentaram essa vantagem competitiva e foram classificadas com 3 pontos.

O tempo de existência das empresas variou bastante, indicando um segmento dinâmico e sólido ao mesmo tempo. A cobertura de mercado, o portfólio e a presença de patentes foram critérios com pontuação diversificada entre as organizações, o que permite avaliar como fatores que permitem diferenciar as companhias. Nota-se que Prozyn®, Granotec® e PMAN® apresentaram pontuação 3 nos 3 critérios.

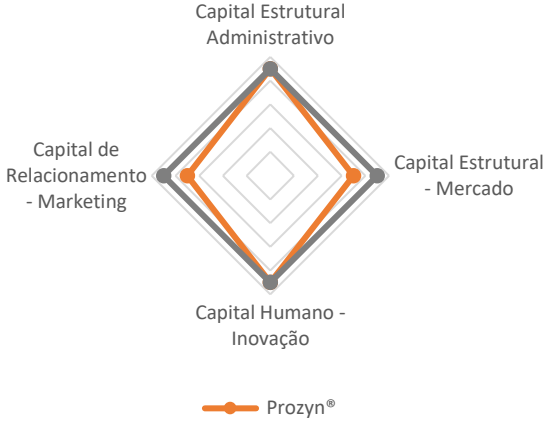


Todas as organizações possuem registro de suas marcas institucionais, ainda que seja somente nominal nas 3 empresas de menor capital intelectual e completo nas outras 7, isto é, nome e leiaute registrados. Semelhante situação ocorre quanto à presença digital: todas estão presentes ainda que tenham somente uma página simples na internet.


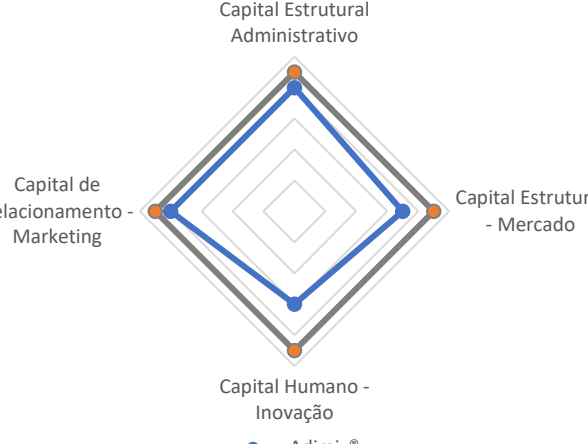
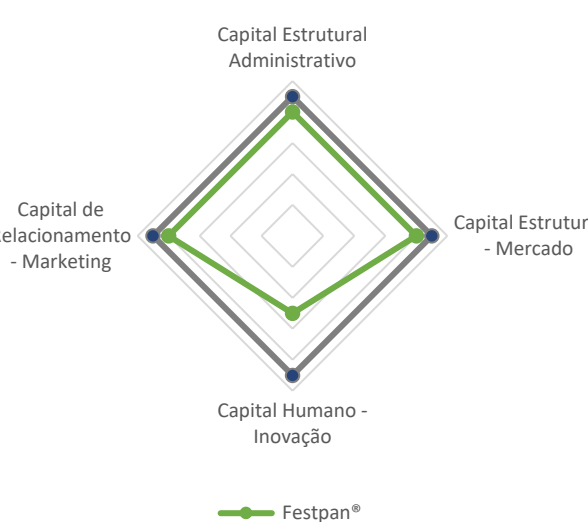
A comunicação em feiras e revistas do segmento apresentou uma classificação interessante. Em geral, as empresas com maior capital intelectual fizeram menos investimento do que aquelas com menor capital intelectual. Entende-se que empresas mais conhecidas no mercado precisem fazer menos investimento em construção da marca do que as demais.

Uma organização com nota máxima em todos os indicadores totalizaria 36 pontos em sua avaliação. Conforme apresentado na Tabela 5, nenhuma organização estudada atingiu esse valor e a pontuação média foi de 28 pontos. Entre as companhias avaliadas, 6 ficaram acima da média, o que também representa uma avaliação geral superior a 80% nos indicadores propostos.

As avaliações foram projetadas na forma gráfica indicada pela metodologia do navegador do capital intelectual de Stewart (1998). No Quadro 22 apresentam-se as companhias com avaliação do capital intelectual acima da média e com desempenho superior a 80%; no Quadro 23, onde se representam as organizações com desempenho inferior, as formas gráficas acompanham uma breve análise da sua imagem.

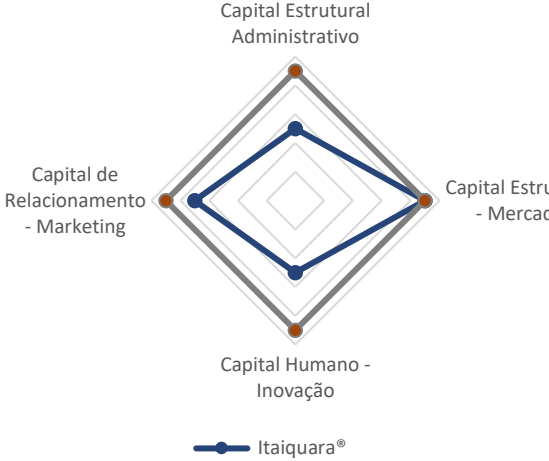
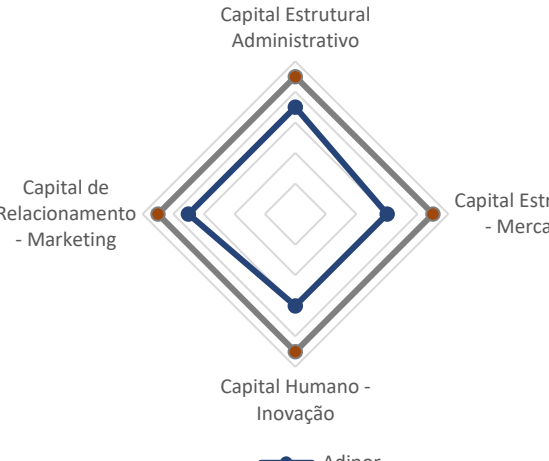

Quadro 21 - Visualização gráfica da aplicação do método Navegador do Capital Intelectual das empresas: Prozyn®, Granotec®, Arcolor®, PMAN®, Adimix® e Festpan®.

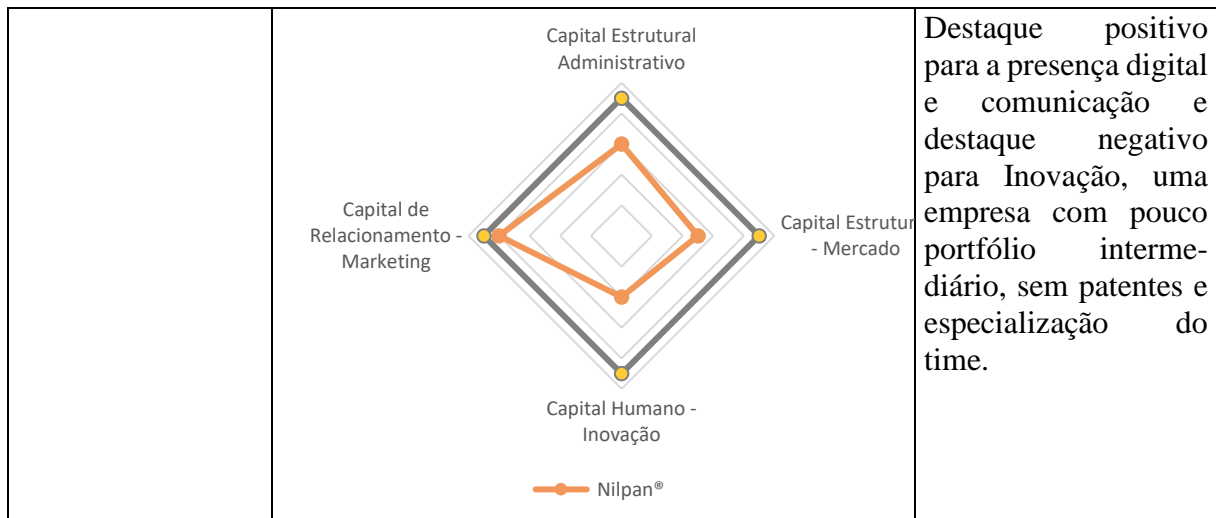
Empresa	Capital Intelectual – Visão gráfica	Análise da visão gráfica
Prozyn®	 <p>Capital Estrutural Administrativo</p> <p>Capital Estrutural - Mercado</p> <p>Capital Humano - Inovação</p> <p>Capital de Relacionamento - Marketing</p> <p>Prozyn®</p>	<p>Destaca-se o Capital Humano relacionado com a Inovação e o Estrutural.</p> <p>Características de uma empresa inovadora com depósito de patentes, atendimento ao mercado especializado e marcas registradas.</p>
Granotec®	 <p>Capital Estrutural Administrativo</p> <p>Capital Estrutural - Mercado</p> <p>Capital Humano - Inovação</p> <p>Capital de Relacionamento - Marketing</p> <p>Granotec®</p>	<p>Perfil semelhante à Prozyn®, caracteriza-se como o principal concorrente. São empresas recentes e com a planta produtiva um pouco mais distante.</p>
Arcolor®	 <p>Capital Estrutural Administrativo</p> <p>Capital Estrutural - Mercado</p> <p>Capital Humano - Inovação</p> <p>Capital de Relacionamento - Marketing</p> <p>Arcolor®</p>	<p>Nota-se uma forte presença no mercado e comunicação relevante. Não apresenta perfil inovador, sua oferta de produtos é ampla, porém sem diferenciação.</p>

<p>PMAN®</p>	 <p>Capital Estrutural Administrativo</p> <p>Capital de Relacionamento - Marketing</p> <p>Capital Estrutural - Mercado</p> <p>Capital Humano - Inovação</p> <p>PMAN®</p>	<p>Neste momento a empresa consolida seu investimento em Capital Humano que possibilita Inovação e crescimento futuro com diferenciação no mercado.</p>
<p>Adimix®</p>	 <p>Capital Estrutural Administrativo</p> <p>Capital de Relacionamento - Marketing</p> <p>Capital Estrutural - Mercado</p> <p>Capital Humano - Inovação</p> <p>Adimix®</p>	<p>Caracterizada por uma forte atuação de marketing e estrutura administrativa sólida. Não está orientada para Inovação. Empresa em crescimento apresenta faturamento intermediário e pouco tempo no mercado.</p>
<p>Festpan®</p>	 <p>Capital Estrutural Administrativo</p> <p>Capital de Relacionamento - Marketing</p> <p>Capital Estrutural - Mercado</p> <p>Capital Humano - Inovação</p> <p>Festpan®</p>	<p>Atuação semelhante à da Admix®, com forte atuação em marketing. Não atua com comércio exterior, não está presente no território nacional e, o principal, apresenta um portfólio bem restrito.</p>

Fonte: Elaborado pela Autora (2020).

Quadro 22: Visualização gráfica da aplicação do método Navegador do Capital Intelectual das empresas: Itaiquara®, Adinor® e Pronap e Nilpan®.

Empresa	Capital Intelectual – Visão gráfica	Análise da visão gráfica
Itaiquara®	 <p>Capital Estrutural Administrativo</p> <p>Capital de Relacionamento - Marketing</p> <p>Capital Estrutural - Mercado</p> <p>Capital Humano - Inovação</p> <p>Itaiquara®</p>	<p>Empresa de porte grande com muitos débitos financeiros e trabalhistas. Pouco inovadora, sem patentes e com portfólio restrito.</p>
Adinor®	 <p>Capital Estrutural Administrativo</p> <p>Capital de Relacionamento - Marketing</p> <p>Capital Estrutural - Mercado</p> <p>Capital Humano - Inovação</p> <p>Adinor</p>	<p>Não apresenta destaques positivos, nem negativos. Possui uma boa presença digital, está presente há bastante tempo no mercado e não possui débitos.</p>
Pronap	 <p>Capital Estrutural Administrativo</p> <p>Capital de Relacionamento - Marketing</p> <p>Capital Estrutural - Mercado</p> <p>Capital Humano - Inovação</p> <p>Pronap</p>	<p>Capital administrativo intermediário devido ao baixo faturamento e à não realização de operações internacionais. Pouco inovadora, portfólio mediano, sem patentes e especialização do time.</p>



Fonte: Elaborado pela Autora (2020).

A representação gráfica do Capital Intelectual baseada no modelo do navegador do Capital Intelectual de Stewart permite fazer uma leitura rápida sobre a situação de cada empresa. Nos gráficos, a linha externa indica o máximo possível para cada atributo e a interna, o desempenho real da empresa analisada.

Observa-se que nenhuma empresa avaliada apresentou o índice máximo em todos os quesitos. Enquanto algumas são fortes em Capital Humano relativo à Inovação, como a Prozyn® e a Granotec, outras possuem um capital estrutural forte em relação ao mercado, como a Itaiquara®, a Arcolor® e a Pronap.

Em marketing, nenhuma empresa atingiu a pontuação máxima, ponto que deve ser avaliado com cautela, pois os eventos e revistas do segmento não são muito expressivos. Cruzando com a percepção dos especialistas, a presença digital foi considerada um aspecto mais relevante do que os demais, presença em revistas e eventos e registro das marcas. Neste caso, e 2020 também foi importante para ressaltar a importância de uma presença digital consistente.

Comparando-se os gráficos, observa-se que a Adimix®, Arcolor®, a Festpan® e a Nilpan® destacam-se, especialmente pelo trabalho digital realizado, com apresentação de um *site* estruturado e uso das redes sociais como ferramenta de relacionamento com o público.

A Prozyn® destacou-se também pelo seu capital administrativo, composto pela sua capacidade de importar e exportar, ausência de débitos trabalhistas e faturamento estimado superior ao da maioria das empresas do segmento. Na sequência, observamos a Granotec®, Festpan®, Adimix® e Arcolor®.

O entendimento do potencial de cada empresa pode ser muito útil num processo de Fusão e Aquisição, no qual a empresa compradora pode avaliar o Capital Intelectual e os benefícios qualitativos de médio e longo prazos que poderão ser colhidos. Por exemplo, numa fusão, se o objetivo é ter potencial para inovar, o mapeamento do capital humano associado à Inovação é relevante, mas, se o objetivo for atingir uma participação de mercado rápida, as empresas com capital administrativo direcionado ao mercado podem ser mais interessantes.

O conhecimento do perfil do Capital Intelectual dos concorrentes também pode ser muito útil numa revisão da estratégia, em que se busca atingir um desempenho igual ou superior ao dos concorrentes em determinados aspectos. Por exemplo, os competidores possuem um relevante capital de relacionamento direcionado ao marketing; para equiparar-se a eles, é necessário direcionar recursos e investimentos.

5 Considerações finais

O objetivo geral deste trabalho, adaptar o modelo de Stewart (1998) para avaliar e comparar o Capital Intelectual de empresas nacionais com estrutura e capital fechado com base em informações públicas, foi alcançado. Foi possível avaliar alguns aspectos do Capital Intelectual de uma organização com base em análise documental, sem contato com pessoas das organizações.

O primeiro objetivo específico, adaptar o navegador do Capital Intelectual de Stewart (1998) para a realidade das empresas brasileiras com estrutura de capital fechado, atendeu as especificidades das empresas brasileiras e permitiu avaliar de forma gráfica diferentes organizações.

O segundo objetivo específico, identificar os parâmetros para avaliação do Capital Intelectual de acordo com a metodologia de Stewart (1998) e as informações públicas disponíveis, foi atingido. Para validar as escolhas da Autora, todos os parâmetros utilizados foram validados e discutidos por especialistas por meio de entrevistas semi-estruturadas, atendendo o quarto objetivo específico. No decorrer das entrevistas, ficou evidente a recomendação de Stewart (1998): os indicadores do Capital Intelectual devem ser reavaliados de acordo com o segmento de mercado em análise.

O terceiro objetivo específico, aplicar a metodologia adaptada de Stewart (1998) a empresas fabricantes e/ou comercializadores de ingredientes para panificação com estrutura de capital fechado, foi atingido e as avaliações do capital intelectual das 10 empresas foram apresentados de forma gráfica. O mercado-alvo foi considerado adequado, pois revelou uma ampla variedade de empresas com o perfil desejado ao estudo.

A escolha dos indicadores foi o principal desafio. Há diversas informações públicas disponíveis, porém poucas que caracterizem de forma efetiva o Capital Intelectual. O método mostrou-se aplicável a empresas com estrutura de capital fechado, o que é de grande valor para avaliações de empresas do mercado.

As entrevistas indicaram que 10 entre os 12 parâmetros utilizados neste trabalho estão fortemente relacionados com o Capital Intelectual, em decorrência da sua avaliação como “Concordo totalmente” ou “Concordo parcialmente” pelos especialistas. Na avaliação, consideraram-se os 12 indicadores originais por atenderem as premissas de Stewart (1998) e pela ausência de indicadores mais significativos na base documental.

Na avaliação dos especialistas, uma boa gestão visa minimizar a presença de débitos trabalhistas, protestos financeiros e ações judiciais. A capacidade de a empresa realizar importação e exportação confere agilidade e acesso a matérias-primas e mercados privilegiados e, quando aplicáveis ao segmento, esses foram os fatores mais importantes para a avaliação do capital estrutural administrativo.

Para a avaliação do capital estrutural relativo ao mercado, o tempo de existência da empresa e a sua cobertura comercial constituíram os elementos mais relevantes. Os especialistas em Inovação destacam que o tempo agrega lições sobre a dinâmica do mercado e experiência administrativa. A abrangência das operações comerciais também foi considerada relevante, pois a empresa precisa conhecer a dinâmica de diversos mercados consumidores e desenvolver competências técnicas e operacionais para atendê-los.

O capital humano de Inovação foi relacionado com o histórico de patentes, embora os entrevistados afirmem que ainda não existe uma cultura de patentes no Brasil, por ser um processo difícil, lento e burocrático. A presença de especialistas num time corporativo foi apontada como essencial para a Inovação; no mínimo, uma equipe deve ter profissionais com experiência comercial, desenvolvimento e marketing.

O capital humano de marketing foi mais bem caracterizado pela presença digital em *sites*, em mídias sociais e pela participação em feiras, eventos e revistas do segmento de mercado de atuação. A presença nos meios digitais de forma estruturada e organizada transmite credibilidade, transparência e confiança, segundo os especialistas em Finanças. Por sua vez, especialistas pontuam que as feiras setoriais anualmente perdem importância.

A análise do Capital Intelectual das empresas de forma gráfica permitiu o conhecimento de alguns de seus pontos fortes e fracos e possibilitou a comparação com o Capital Intelectual de outras organizações.

Para a Academia, a principal contribuição foi a aplicação da metodologia Navegador do Capital Intelectual de Stewart (1998) ao mercado brasileiro.

Outra contribuição importante para a literatura foi o estudo do Capital Intelectual de empresas com estrutura de capital fechado, tema pouco explorado pela literatura nacional que contou com apenas 23 publicações entre 2010-2019, segundo a consulta realizada no sistema EBSCO apresentada no Subcapítulo 1.4.

Para o mercado profissional, a contribuição foi aplicar uma metodologia para a avaliação do Capital Intelectual das empresas. Algumas vantagens desse método que puderam ser comprovadas no estudo:

- a. o método independe de percepção ou experiência do analista, pois está baseado em dados públicos das empresas;
- b. facilidade de leitura do Capital Intelectual, utilizando-se a forma gráfica;
- c. possibilidade de análise de um número elevado de empresas com agilidade e baixo custo.

Ressalta-se que existem diversas informações de mercado relevantes que não foram consideradas, como participação de mercado, notoriedade da marca, tempo de desenvolvimento de novos negócios e fidelidade dos clientes, devido à indisponibilidade em documentos públicos.

O estudo apresenta algumas particularidades na análise documental. Destacam-se as fontes de dados públicas, mas não gratuitas, como os relatórios da Serasa Experian® e as revistas do segmento. A busca sobre a especialização do time por meio do LinkedIn também possui um viés relevante, pois depende do cadastro voluntário dos profissionais nessa rede social.

A coleta de dados da pesquisa foi realizada em 2018; em 2019 a Granotec® foi adquirida pela multinacional Corbion®. A aquisição não inviabilizou o estudo, visto que a Granotec® manteve sua marca local. Inclusive, indica que era uma empresa atrativa, pois foi uma empresa que demonstrou um Capital Intelectual superior ao da maioria das empresas analisadas e foi adquirida por uma multinacional importante do segmento.

Estudos futuros podem ampliar o número de empresas, incluindo multinacionais ou localizadas em outro território. Sugere-se também a aplicação do método a outros segmentos e, nesse caso, os índices e as pontuações deveriam ser revistos e adequados ao novo mercado.

Outras metodologias poderiam complementar este estudo, se comparadas à aplicação do navegador do Capital Intelectual de Stewart realizada neste trabalho.

BIBLIOGRAFIA

ABIP. Indicadores da Panificação e Confeitaria Brasileira em 2019. Associação brasileira da Indústria de Panificação e Confeitaria. Disponível em: < <https://www.abip.org.br/site/wp-content/uploads/2020/02/INDICADORES-DA-PANIFICA%C3%87%C3%83O-E-CONFEITARIA-EM-2019-2.pdf>>. Acesso em: 02 jan. 2021.

ADIMIX®. Adimix® - Panificação e Confeitaria, 2020. Disponível em: <<https://www.adimix.com.br/>>. Acesso em: 26 fev. 2020.

ADINOR®. **ADINOR® - Panificação e Confeitaria.** Disponível em <<http://www.adinor.com.br>>. Acesso em: 02 jan. 2021.

ARCOLOR®. LinkedIn. **Arcolor® Brasil,** 2020. Disponível em: <<https://www.linkedin.com/company/arcolor/?originalSubdomain=br>>. Acesso em: 26 fev. 2020.

AWAD, F. M. **A estruturação e a gestão do Capital Intelectual na universidade de passo fundo: uma análise a partir do modelo de navegador de Stewart.** Dissertação (Mestrado em Desenvolvimento) - Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul – UNIJUI. Rio Grande do Sul, 147 f. 2010.

BRASIL. Lei n. 11.638. **Altera e revoga dispositivos da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras.**, Brasília, 8 dez 2007. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm>. Acesso em: 06 fev. 2020.

BRASIL. Medida Provisória n. 449. **Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários, concede remissão nos casos em que especifica, institui regime tributário de transição, e dá outras providências,** Brasília, 03 dez 2008. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2008/Mpv/449.htm>. Acesso em: 06 fev. 2020.

BRASIL. Lei 11.941. **Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição.**, Brasília, 27 maio 2009. Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2009/Lei/L11941.htm>. Acesso em: 06 fev. 2020.

BRASIL. Ministério da Economia. **Empresas brasileiras importadoras e exportadoras**. Disponível em: <<http://www.mdic.gov.br/index.php/comercio-exterior/estatisticas-de-comercio-exterior/empresas-brasileiras-exportadoras-e-importadoras>>. Acesso em: 27 dez. 2019.

BRASIL, COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). **Pronunciamento Técnico CPC 04 (R1). Ativo intangível**, Brasília, 02 dez 2010. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=35>>. Acesso em: 06 fev. 2020.

BEZDEK, James C. **Pattern recognition with fuzzy objective function algorithms**. Springer Science & Business Media, 2013.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE (CFC). Resolução n. 2017/NBCTG04 (R4). **Altera a NBC TG 04 (R3) que dispõe sobre ativo intangível.**, Brasília, 22 dez 2017. Disponível em: <[http://www2.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=2017/NBCTG04\(R4\)&arquivo=NBCTG04\(R4\).doc](http://www2.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=2017/NBCTG04(R4)&arquivo=NBCTG04(R4).doc)>. Acesso em: 22 jan. 2020.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de Pesquisa em Administração**. Porto Alegre: Bookman, 2003.

CYPAS, D. F. **Empresas de capital fechado x empresas de capital aberto, quem cria mais valor?** FGV-EAESP. São Paulo, p. 36f. 2008.

DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

FESTPAN®. Portal Grupo Festpan®. **Festpan® - Distribuidora de Alimentos**, 2020. Disponível em: <<http://www.festpan.com.br/>>. Acesso em: 26 fev. 2020.

FRANÇOIS, Mirela Piccinin. Método para implantação de um sistema de indicadores para avaliação de fornecedores de uma indústria do Rio Grande do Sul. 2004. Disponível em <<https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/5161/000466047.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em 17 dez. 2020.

FREIRE, Patrícia de Sá *et al.* Engenharia da integração do Capital Intelectual nas organizações intensivas em conhecimento participantes de Fusões e Aquisições. 2012. Disponível em: <<https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/100457/314914.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em 16 dez. 2020.

GLOBAL DATA. Opportunities in the Americas Bakery & Cereals Sector. GDCS0205RR. Setembro, 2020.

GRANOTEC®. LinkedIn. **Granolab®** | **Granotec®**, 2020. Disponível em: <<https://www.linkedin.com/company/granotec-granolab-do-brasil/?originalSubdomain=br>>. Acesso em: 26 fev. 2020.

ITAIQUARA®. LinkedIn. **Itaiquara®**, 2020. Disponível em: <<https://www.linkedin.com/company/itaiquara-alimentos/?originalSubdomain=br>>. Acesso em: 02 jan. 2021.

IUDÍCIBUS, S. *et al.* **Manual de contabilidade societária**. São Paulo: Atlas, 2010.

JÚNIOR, Severino Domingos da Silva; COSTA, Francisco José. Mensuração e escalas de verificação: uma análise comparativa das escalas de Likert e Phrase Completion. **PMKT–Revista Brasileira de Pesquisas de Marketing, Opinião e Mídia**, v. 15, n. 1-16, p. 61, 2014.

KAYO, E. K. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas**. Tese (Doutorado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - USP. São Paulo, p. 110f. 2002.

KLEBNICOV, Sergei. Veja o crescimento da Amazon durante a pandemia em 5 números. *Forbes.com.br*, 2020. Negócios. Disponível em: <https://forbes.com.br/negocios/2020/07/veja-o-crescimento-da-amazon-durante-a-pandemia-em-5-numeros/>. Acesso em 23 dez. 2020.

LEGEY JÚNIOR, P. P. S.; VILLELA, L. E.; BARBOSA, J. G. P. Metodologia Fuzzy para avaliação de ativos intangíveis empresariais. **Revista de Administração FACES Journal**, v. 9, 2010. ISSN 1. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/3097/metodologia-fuzzy-para-avaliacao-de-ativos-intangiveis-empresariais/i/pt-br>>. Acesso em: 03 jan. 2020.

LIKERT, R. A technique for the measurement of attitudes. *Archives in Psychology*, 140, p. 1-55, 1932.

MANTOVANI, E. F. V. S.; FERNANDO, A. A contabilização do ativo intangível nas 522 empresas listadas na BM&FBovespa. **Revista de Administração e Inovação**. São Paulo, n. 3, p. 311-328, set 2014. ISSN 2. Disponível em: <<http://www.redalyc.org/pdf/973/97332901014.pdf>>. Acesso em: 10 jun. 2018.

MARIQUITOS, João Luís Rosa. Metodologia **scorecard da marca: estudo de caso aplicado à “Galp Energia, SA”**. 2015. Escola Superior de Gestão e Tecnologia, Santarém. Mestrado. Disponível em <<http://hdl.handle.net/10400.15/1325>>. Acesso em 21 dez.2010.

MATHEUS, Leandro de Freitas. **Uma análise da identificação e da gestão do Capital Intelectual nas usinas sucroalcooleiras e da prática dos princípios delineadores do conceito de avaliação de empresas na sua gestão econômico-financeira: um estudo exploratório em dez usinas paulistas**. 2003. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. Disponível em: <<https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/18/18140/tde-14112003-183751/en.php>>. Acesso em: 16 dez. 2020.

MILONE, M. C. M. Scorecard da Marca: Uma Alternativa para a Mensuração do valor de uma Marca. **VI SEMEAD**, São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://sistema.semead.com.br/6semead/MKT/030Mkt%20-%20Scorecard%20da%20Marca.doc>>. Acesso em: 04 fev. 2020.

MILONE, M. C. M. **Cálculo do Valor de ativos Intangíveis: Uma metodologia Alternativa para a mensuração do valor de marcas**. Tese (Doutorado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - USP. São Paulo, p. 124f. 2004.

NIELSEN, Flávia Angeli Ghisi *et alii*. **Guia prático para elaboração de monografias, dissertações e teses em administração**. São Paulo: Saraiva Educação S.A., 2017.

NILPAN®. **Nilpan Especialista em Panificação e Confeitaria**. Disponível em <<http://www.nilpan.com.br/>>. Acesso em em 02 jan. 2021.

OLIVEIRA, M. O. R. *et al*. Ativos intangíveis e o desempenho econômico-financeiro: comparação entre os portfolios de empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. **Rev. Adm. UFSM**, Santa Maria, v. 7, p. 678-699, dez 2014. ISSN 4. Disponível em: <<https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/143837/000996681.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 10 jun. 2017.

PMAN®. Facebook. **Pman® Brasil**, 2020. Disponível em: <<https://www.facebook.com/Pmanbrasil/>>. Acesso em: 26 fev. 2020.

PRONAP. Ingredientes para panificação. Disponível em <<http://www.pronap.com.br/>>. Acesso em 02 jan. 2021.

PROZYN® BIOSOLUTIONS. Linkedin. **Prozyn® BioSolutions**, 2020. Disponível em: <<https://www.linkedin.com/company/prozyn-biosolutions/?originalSubdomain=br>>. Acesso em: 26 fev. 2020.

REILLY, R. F.; SCHWEIHS, R. P. Valuing intangible assets, New York, 1998.

SECRETARIA DE PLANEJAMENTO, ORÇAMENTO E GESTÃO. Estabelecimentos de Fabricação de Produtos Alimentícios 2017 - BR. **Atlas Socioeconômico Rio Grande do Sul**, 29 nov 2018. ISSN 978-85-89443-22-7. Disponível em: <<https://atlassocioeconomico.rs.gov.br/midia/imagem/estab-prod-alimenticios-br-2017>>. Acesso em: 10 fev. 2020.

SHEN, J. C. Acquisitions of private versus public firms: the role of private information on acquirer returns. **66th Academy of Management Annual Meeting**, Georgia, p. 1-6, 2006. Disponível em: <<https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/ambpp.2006.22896825>>. Acesso em: 04 fev. 2020.

SHEN, J. C.; CAPRON, L. Acquiring intangible resources through M&As: Exploring differences between public and private targets. **INSEAD Faculty and Research**, p. 200/50/SM. Disponível em: <<https://journals.aom.org/doi/pdf/10.5465/ambpp.2006.22896825>>. Acesso em: 04 fev. 2020.

STEWART, T. A. **Capital Intelectual**. Rio de Janeiro: Campus, v. 7, 1998.

TELLES, R.A **efetividade da "Matriz de amarração" de Mazzon nas pesquisas em administração**. Revista de Administração, São Paulo v.36, n.4, p.64-72, outubro/dezembro 2001

VALLENS. **Vallens**. Disponível em <<http://www.vallens.com.br/>>. Acesso em 02 jan. 2021.