



São Paulo, 21 a 23 de Julho de 2014

**Novas Perspectivas
na Pesquisa Contábil**

**Identificação da Vantagem Competitiva de Longo Prazo nas Demonstrações
Financeiras da AmBev na Visão de Warren Buffett**

WESLEI APARECIDO ANDRADE
Universidade Presbiteriana Mackenzie

SENICHIRO KOSHIO
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Identificação da Vantagem Competitiva de Longo Prazo nas Demonstrações Financeiras da AmBev na Visão de Warren Buffett

Resumo

Warren Buffett é conhecido como um investidor capaz de identificar empresas com a vantagem competitiva de longo prazo, aperfeiçoando a filosofia de investimento em valor de Graham e Dodd (1934) e a filosofia de investimento em crescimento de Philip Fisher (1996). Este estudo consiste na análise de demonstrações financeiras da AmBev para a identificação desta vantagem competitiva de longo prazo na visão de Warren Buffett, seguindo os critérios apresentados em Buffett e Clark (2010), no período de Janeiro de 1996 a Junho de 2013. Considera-se também a interpretação da visão de Warren Buffett segundo as teorias de *trade-off* e *pecking order*, que se manifestam nas relações entre rentabilidade, liquidez e endividamento. Os resultados obtidos indicam que a vantagem competitiva de longo prazo da AmBev está na alta rentabilidade, baixo endividamento e baixa liquidez. No entanto, a AmBev passou a atender melhor à visão de Warren Buffett somente a partir de 2000. Até 1999, a empresa não atendia bem a esta visão. Adicionalmente, nos momentos de decisões estratégicas – como na aquisição da Antarctica em 1999, nas negociações para a formação da InBev em 2004 e na aquisição da Anheuser-Busch pela InBev para formar a AB InBev em 2008 – piorou o nível de atendimento à referida visão. Quanto à consistência com as teorias de *trade-off* ou *pecking order*, os resultados indicam mudanças ao longo do tempo, valendo uma em um determinado período de tempo e a outra em outro período, em consonância com Koshio e Cia (2010) e Koshio e Nakamura (2013).

1. Introdução

Este trabalho trata da identificação da vantagem competitiva de longo prazo nas demonstrações financeiras da AmBev na visão de Warren Buffett, seguindo os critérios apresentados por Buffett e Clark (2010).

Nas condições de mercado financeiro perfeito, as decisões de investimento e financiamento são independentes e as relações entre rentabilidade, endividamento e liquidez são irrelevantes para o valor da empresa. Havendo imperfeições no mercado, as decisões de investimento e financiamento podem se tornar dependentes e certas relações entre rentabilidade, endividamento e liquidez podem criar valores nas empresas, beneficiando os investidores.

Identificar as características de empresas que criem valor é um desafio que perseguimos continuamente na administração de empresas. Paralelamente, obter ganhos investindo em tais empresas é outro desafio perseguido no mercado de capitais. Na visão de mercado eficiente, isso não seria possível. No entanto, existem outras visões sobre o mercado de capitais, baseadas na ineficiência do mercado, nas quais investimento em empresas com certas características específicas de empresas são capazes de trazer ganhos aos investidores. É o caso dos seguidores da filosofia de investimento em valor (*value investing*), entre os quais o Warren Buffett é considerado um dos mais bem sucedidos, ocupando a quarta posição entre os mais ricos do mundo, segundo a revista *Forbs*, com uma fortuna superior a 53 bilhões de dólares.

Entre as empresas, a AmBev tem se destacado como uma das possíveis empresas que estejam criando valor aos seus investidores, justamente em função de seus controladores – Jorge Paulo Lemman, Marcell Telles e Beto Sicupira – serem conhecidos como seguidores da mesma filosofia de investimento e de gestão de negócios. Identificar seus “segredos” de sucesso é de interesse tanto do mundo acadêmico como do mundo de negócios.

Neste contexto, os objetivos deste trabalho são: 1) Identificar a vantagem competitiva de longo prazo nas demonstrações financeiras da AmBev na visão de Warren Buffett; 2) Analisar esta vantagem competitiva de longo prazo através de teorias de *trade-off* e *pecking order* sobre a estrutura de capital e a política de liquidez.

2. Referencial Teórico

Em um mercado de capitais eficiente, o valor de um ativo é reflexo do consenso dos participantes com relação ao desempenho esperado, ou seja, o preço de um ativo qualquer é formado com base nas diversas informações disponíveis, não permitindo que haja ganhos ou perdas consistentes para os investidores. Neste mercado, não seria possível uma empresa dar ganhos consistentemente superiores à média aos investidores, balanceando-os aos riscos, seja no curto seja no longo prazo.

Na visão de Warren Buffett, entretanto, este ganho superior à média é possível. A visão deste investidor segue a filosofia de investimento em valor, apresentado originalmente em Graham e Dodd (1934), antes do desenvolvimento das teorias ligadas à eficiência do mercado de capitais, que ocorreu a partir de Markowitz (1952).

Nesta visão, é possível um investidor calcular o valor intrínseco das ações de uma empresa e comprá-las quando estiverem com um preço abaixo deste valor e, com isso, obter ganhos acima da média. Certas características presentes nas empresas, como boa gestão, baixo risco e bom lucro seriam os fatores determinantes de desempenho acima da média.

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

Paralelamente à filosofia de investimento em valor, Philip Fisher (1996) desenvolveu a filosofia de investimento em crescimento (*growth investing*), que investe em empresas com forte crescimento de seus lucros, a longo prazo. Se as ações certas fossem compradas e mantidas por um longo tempo, elas sempre iriam trazer ganhos.

Os autores diferenciaram o investimento em valor do investimento em crescimento conforme as diferenças indicadas no quadro 1.

Quadro 1 – Investimento em valor versus investimento em crescimento.

Investimento em valor	Investimento em crescimento
Taxas de crescimento estável	Altas taxas de crescimento
Maior distribuição de dividendos	Distribuição pequena ou inexistente de dividendos
Baixo múltiplos de P/L e P/VC	Altos múltiplos de P/L e P/VC
Empresas grandes e consolidadas no mercado	

Fontes: Graham e Dodd (1934) e Fisher (1996).

Ao contrário de Graham, que vendia suas ações depois de ter obtido um determinado ganho pela sua valorização, Fisher deixava as ações rendendo por um grande período de tempo. Para Fisher, se a compra da ação foi bem-feita, a hora certa de vendê-la é quase nunca.

Diversos estudos empíricos têm sido realizados nesta área, inclusive no Brasil. Chan e Lakonishok (2004) apontam evidências de que o investimento em valor gera retornos acima da média, não só nos EUA, mas em outros países também. Da mesma maneira Galdi e Lopes (2008) mostram que as evidências apontam que existe um relacionamento de longo prazo entre o lucro e os preços das ações.

Gewehr (2007) concluiu que é possível obter desempenho superior ao Ibovespa utilizando carteiras de valor. Os resultados obtidos sugerem que os investidores reagem com excesso ao desempenho passado da firma, superavaliando as ações de crescimento e por outro lado subavaliando as ações de valor.

Os resultados obtidos por Santos (2010) apontaram que as carteiras de valor apresentam desempenho superior e menor risco do que as carteiras de crescimento no mercado brasileiro em 18 dos 20 anos analisados no período compreendido de 1989-2009.

Benjamim Graham e Philip Fisher foram os pilares da visão de Warren Buffett. Este último sintetizou as duas filosofias de investimento e aperfeiçoou, o que o próprio Graham (2007) parece ter considerado, ao mencionar que “o investidor inteligente deve ser paciente, disciplinado, ávido por aprendizagem e controlar suas emoções”.

Neste sentido, o estudo realizado por Artuso e Chaves Neto (2010), aplicando os filtros de Graham no mercado acionário brasileiro no período de 1998 a 2009, mostrou que os resultados podem levar a estratégias vencedoras. Esses resultados mostraram que o uso dos filtros propostos pode levar a um retorno acima da média do mercado, em especial no que se refere ao caso em que as ações permaneçam em carteira por um longo período. A rentabilidade da estratégia foi de 203% contra 98% do Ibovespa, um retorno significativamente maior que o do Índice de mercado ao nível de 5%.

Salgueiro (2007) comparou a filosofia de investimento de Benjamin Graham e Warren Buffett ao mercado brasileiro e obteve resultados superiores à média de mercado. O autor sugere que apesar das particularidades de cada forma de avaliação, as teorias mostraram-se adequadas para a utilização no mercado brasileiro no período compreendido, demonstrando um potencial de maximização do retorno significativo se utilizados de maneira correta e eficaz.

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

Quadro 2 – Principais pontos de análise sobre a DRE de Warren Buffett

Conta	Empresas com vantagem competitiva durável
Lucro bruto	Margens de lucro bruto devem ser de 40% ou superiores.
Despesas de VGA	Possuem menores despesas de vendas, gerais e administrativas.
Pesquisa e Desenvolvimento	Buffett evita empresas com altos investimentos em P&D.
Depreciação	Deve ser baixa em relação ao lucro bruto.
Despesa com Juros	Consistentemente baixa.
Lucro líquido	Devem apresentar uma porcentagem alta de lucro líquido.

Fonte: Buffett e Clark (2010).

Quadro 3 – Principais pontos de análise sobre o Ativo de Warren Buffett

Conta	Empresas com vantagem competitiva durável
Caixa e Investimentos de curto prazo	Se for alto a empresa esta gerando muito dinheiro ou vendeu muitos títulos. Se for baixa significa que ela tem condições econômicas ruins.
Estoque total	Estoque e lucro líquido alto indicam que a companhia esta encontrando maneiras rentáveis de aumentar suas vendas.
Contas a receber	Em setores competitivos (empresas que Buffett evita) as empresas tentarão oferecer as melhores ofertas de pagamentos.
Ativo circulante total	Relativamente baixa.
Ativo imobilizado	Devem não precisar ficar modernizando seu ativo imobilizado.
Fundo de comércio	O aumento significa que a companhia esta fazendo aquisições.
Ativos intangíveis, valor líquido	Podem mostrar o valor da marca e o poder de geração de lucro de longo prazo. Ex: Coca-cola
Investimentos Longo Prazo	Informa acerca da tendência de direcionamento da empresa.
Ativo total	Consistentemente alto

Fonte: Buffett e Clark (2010).

Quadro 4 – Principais pontos de análise sobre o Passivo de Warren Buffett

Contas	Empresas com vantagem competitiva durável
Contas a pagar	Consistentemente baixas.
Despesas provisionadas	Consistentemente baixas.
Dívida de curto prazo	Esse item revela muito sobre as condições econômicas de longo prazo. Deve ser consistentemente baixa.
Dívidas de longo prazo a vencer	Empresas com vantagem de longo prazo precisam de pouca ou nenhuma dívida de longo prazo para manter suas operações.
Demais passivos circulantes	Revelam muito sobre a situação atual da empresa.
Dívida de longo prazo	Consistentemente baixa.
Passivo total	Consistentemente baixo.
Ações preferenciais	Um dos indicadores na busca de empresas com vantagem competitiva durável é a ausência de ações preferenciais.
Lucro acumulado	Para Buffett esse é o mais importante do Balanço patrimonial. Se não esta crescendo é provável que não nos tornemos riquíssimos no longo prazo.
Ações em tesouraria (Ordinárias)	Tendem a ter muito dinheiro livre. Esse dinheiro pode ser gasto na recompra das suas próprias ações.
Patrimônio líquido total	Apresentam um <i>return on equity</i> (ROE) acima da média.

Fonte: Buffett e Clark (2010).

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

Quadro 5 – Principais pontos de análise sobre o fluxo de caixa de Warren Buffett

Contas	Empresas com vantagem competitiva durável
Despesas com ativos fixos	Se a empresa gasta 50% ou menos de seu lucro líquido anual em ativos fixos, é uma empresa com potencial de ter uma vantagem competitiva durável. Se gasta menos de 25% é muito provável que tenha vantagem competitiva durável.
Emissão (resgate) de ações	Apresentam histórico de recompra ou ainda cancelamento das suas próprias ações.

Fonte: Buffett e Clark (2010).

A questão chave, qualquer que seja a filosofia de investimento, é a identificação de empresas para investir. Buffett e Clark (2010) apresentam os principais critérios de análise das demonstrações financeiras que o investidor utiliza para estar avaliando empresas que possuem vantagem competitiva de longo prazo, que levam aos ganhos dos investidores. Os quadros 2, 3, 4 e 5 resumem estes critérios na visão de Warren Buffett.

Estes critérios na visão de Warren Buffett podem ser analisados pelas teorias de *trade-off* e *pecking order* sobre a estrutura de capital e a política de liquidez, que podem ser interpretadas nas relações entre rentabilidade, liquidez e endividamento de empresas, como nos estudos de Koshio e Cia (2004) e Koshio e Nakamura (2013).

A relação entre rentabilidade e endividamento é positiva na *trade-off* e negativa na *pecking order*. Segundo a teoria de *trade-off*, a política da estrutura de capital envolve uma troca entre risco e retorno, com o endividamento aumentando o grau de risco do fluxo de lucros da empresa. A alavancagem financeira ocorre quando um maior endividamento aumenta a rentabilidade. Dessa forma o retorno operacional maior que o custo de capital de terceiros aumenta o retorno para os acionistas. Tem ainda o fato que os juros pagos reduzem o lucro tributável aumentando assim o lucro líquido final para os acionistas. No entanto, um grau de endividamento maior pode levar a uma rentabilidade mais alta, fundamentando a necessidade de *trade-off*.

Por outro lado, pela teoria de *pecking order*, as empresas com alta rentabilidade necessitam de menor endividamento, por terem maiores fundos gerados internamente. Consistentemente com esta segunda teoria, Warren Buffett entende que empresas com vantagem de longo prazo precisam de pouca ou nenhuma dívida de longo prazo para manter suas operações.

A relação entre rentabilidade e liquidez é negativa na teoria de *trade-off* e positiva na *pecking order*. Enquanto que, nesta última teoria, uma alta rentabilidade permite menor necessidade de liquidez, na primeira teoria, exige-se um balanceamento entre rentabilidade e liquidez. Em consonância com a *trade-off*, Warren Buffett busca empresas com liquidez relativamente baixa. O poder de gerar lucros de uma empresa de vantagem competitiva de longo prazo é muito forte e pode facilmente cobrir seu passivo circulante.

Koshio e Cia (2004) e Koshio e Nakamura (2013) apontaram que as relações entre rentabilidade, endividamento e liquidez em empresas são muito dinâmicas e as consistências com as teorias de *trade-off* ou de *pecking order* variam ao longo do tempo, valendo uma em um determinado período de tempo e a outra em outro período de tempo, no conjunto de empresas que formam as amostras analisadas. A validade desta observação em casos específicos de empresas é uma questão a ser examinada.

3. Procedimentos Metodológicos

Este estudo quantitativo descritivo foi realizado através da análise das demonstrações financeiras da empresa AmBev, no qual buscou-se fazer as análises verticais e horizontais e interpretar os indicadores econômico-financeiros através dos critérios de Warren Buffett, apresentados em Buffett e Clark (2010) e resumidos nos quadros 2, 3, 4 e 5, além de analisar a consistência com as teorias de *trade-off* e *pecking order* sobre a estrutura de capital e a política de liquidez de empresas.

Os dados das demonstrações financeiras foram obtidos da Economática para o período de Janeiro de 1996 a Junho de 2013. Os dados utilizados foram anuais, exceto no último ano, que foi o semestral.

Através dos dados da demonstração de resultado do exercício, foi possível analisar as margens de lucro, despesas de vendas gerais e administrativas, depreciação e despesas financeiras. Os dados de pesquisa e desenvolvimento não eram disponíveis, sendo deixado de fora da análise. Com o balanço patrimonial, foi possível conduzir a análise do endividamento e da liquidez e calcular os indicadores de rentabilidade. A análise do fluxo de caixa permitiu a análise das despesas com ativos fixos e a emissão e ao resgate de ações.

O histórico da AmBev é marcado por um processo de crescimento através de aquisições de outras empresas no mesmo mercado, o que a tornou cada vez mais forte ao proporcionar poder de barganha e ganhos de escalas. Dessa maneira, os seus dados econômicos e financeiros não podem ser analisados desprezando este comportamento.

A AmBev, ao longo dos últimos 18 anos analisados, teve três momentos extremamente importantes. Em 1999, houve a aquisição da Antarctica pela Brahma, formando a AmBev. Em 27 de agosto de 2004, foi aprovada a conclusão das operações com a Interbrew S.A, em que a empresa belga adquiriu a AmBev, formando-se a InBev. Finalmente, em 2008 a InBev adquiriu Anheuser-Busch, fabricante da Budweiser por 52 bilhões de dólares. A nova empresa AB InBev, tornou-se a maior cervejaria do mundo.

Outro ponto que merece destaque também é a obrigatoriedade da disposição das informações de acordo com a Lei 11.638/07. A CVM por meio de sua Instrução 457 estabeleceu, alinhada a um comunicado do Banco Central do Brasil, que as companhias brasileiras de capital aberto deveriam elaborar suas demonstrações financeiras anuais consolidadas com base nos padrões internacionais (IFRS) a partir de 2010 e voluntariamente a partir de 2009. A AmBev apresentou a partir de 2009 seus resultados financeiros de acordo com as normas internacionais IFRS. Dessa maneira, a análise buscou também apontar também essas variações.

4. Análise de Dados

As figuras 1 e 2 apresentam as análises de dados da Demonstração de Resultado do Exercício (DRE).

- **DESPESAS ADMINISTRATIVAS, VENDAS E GERAIS:** Warren Buffett coloca que empresas com vantagem competitiva possuem menores despesas de vendas, gerais e administrativas. Na AmBev, notou-se uma consistência ao longo do tempo, com alguns momentos de elevadas despesas, como por exemplo, em 1999, 2000, 2004, 2005 e 2008, podendo ser vistos como reflexos dos processos de negociações de fusões e aquisições para crescimento estratégico.

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

- **DEPRECIACÃO:** Para Warren Buffett, a depreciação deve ser baixa em relação ao lucro bruto. Confirmou-se que a depreciação da AmBev aumentou bastante em relação ao lucro bruto no período de 1996 a 1999, diminuindo depois e mantendo consistentemente baixa. A partir de 2009, com as novas regras contábeis do IFRS, diminuiu radicalmente e manteve-se estável.
- **DESPESAS COM JUROS:** Warren Buffett coloca que deve ser consistentemente baixa. A AmBev apresentou em seus resultados uma ampla redução das despesas com juros a partir de 2003, mantendo consistentemente baixas despesas com juros. Em 2002, teve altas despesas com juros, o que se explica pela necessidade de captação de recursos para financiar o crescimento de suas atividades. Em 2008, teve um leve aumento, o que pode ser reflexo da crise financeira ou ainda algum reflexo indireto da aquisição da Anheuser-Busch pela InBev.

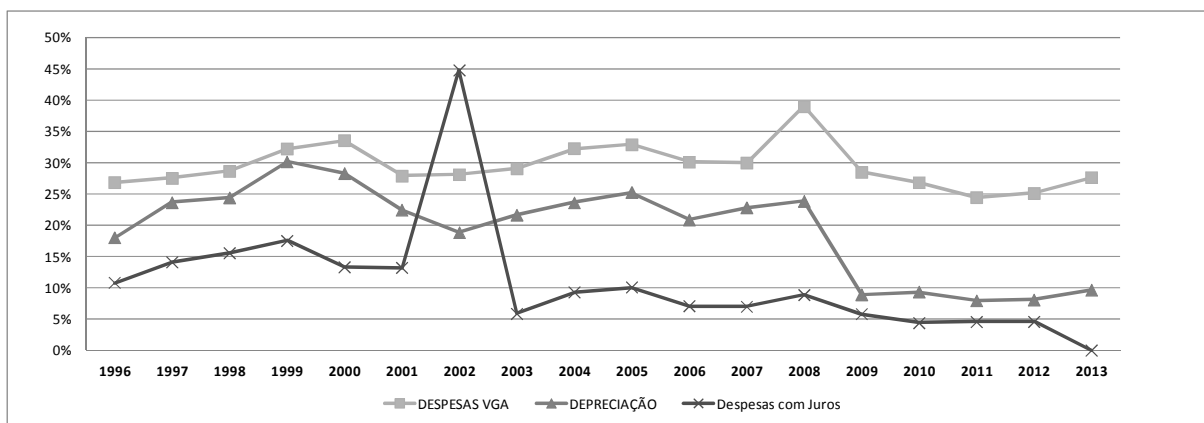


Figura 1: Principais pontos de análise sobre a DRE de Warren Buffett.

Fonte: Economática, 2013. Elaborado pelo autor.

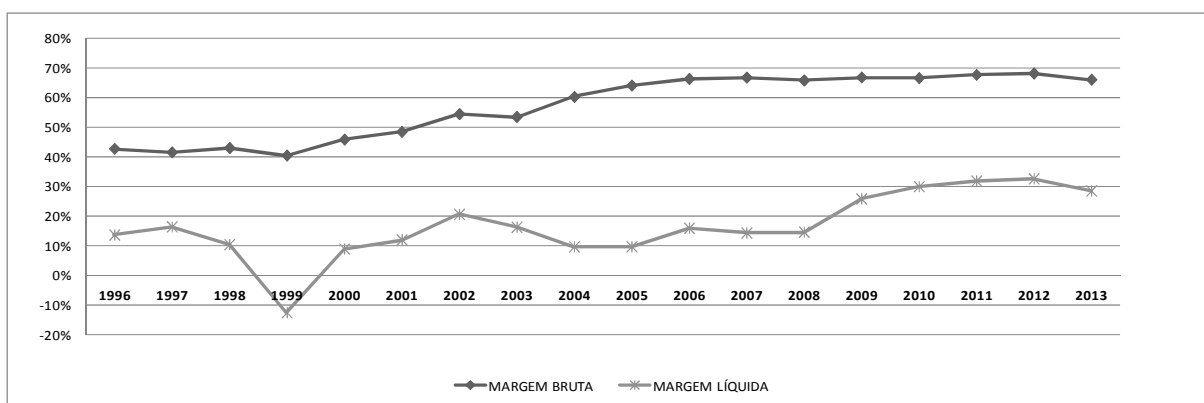


Figura 2: Principais pontos de análise sobre a DRE de Warren Buffett.

Fonte: Economática, 2013. Elaborado pelo autor.

- **MARGEM BRUTA:** a AmBev aumentou sua margem bruta consistentemente alta ao longo do tempo, especialmente depois da compra da Antarctica pela Brahma em 1999. A AmBev sempre apresentou margem bruta superior a 40%, atendendo ao critério de Warren Buffett em todos os anos analisados.

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

- **MARGEM LÍQUIDA:** Consistentemente com o critério de Warren Buffett, a AmBev sempre obteve em seus resultados uma boa margem líquida, com exceção de 1999, quando se formou a nova empresa, unindo a Brahma com a Antarctica. A partir de 2004, a AmBev apresentou um crescimento consistente em sua margem líquida, chegando a patamares bastante expressivos a partir de 2009, o que pode ser explicado pelo aumento do poder de barganha no mercado após a aquisição da Anheuser-Busch pela InBev.

Conforme o quadro 6, no que se refere à DRE, a AmBev atendeu aos critérios de Warren Buffett na maioria das contas contábeis. Verificou-se que, nos períodos das negociações de crescimento estratégico – na compra da Antarctica (1999), nas negociações com a Interbrew (2004) e na compra da Anheuser-Busch (2008) – a empresa aumentou suas despesas e conseqüentemente diminuiu seus indicadores, mostrando que a sua estratégia de crescimento fez com que não atenda aos critérios de Warren Buffett nesses momentos.

Quadro 6 – Resultados da aplicação dos critérios de Warren Buffett.

DRE	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Total ▲ por conta		Total ▼ por conta
																			%		
Lucro bruto	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	18	100%	0
Despesas VGA	▲	▲	▲	▼	▼	▲	▲	▲	▼	▼	▲	▲	▼	▲	▲	▲	▲	▲	13	72%	5
Depreciação	▼	▼	▼	▼	▼	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	13	72%	5
Despesa c/ Juros	▼	▼	▼	▼	▼	▼	▼	▲	▲	▲	▲	▲	▼	▲	▲	▲	▲	▲	10	56%	8
Lucro Líquido	▲	▲	▼	▼	▲	▲	▼	▼	▼	▼	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	12	67%	6
Total ▲ por ano	3	3	2	1	2	4	3	4	3	3	5	5	3	5	5	5	5	5	Total ▲		66
Total ▼ por ano	2	2	3	4	3	1	2	1	2	2	0	0	2	0	0	0	0	0	Total ▼		24

Legenda: ▲ Favorável aos critérios WB ▼ Contra os critérios WB

Fonte: Demonstração do Resultado do Exercício da AmBev (1996 a 2013). Elaborado pelo autor

As figuras 3 e 4 apresentam as análises do Ativo no Balanço Patrimonial.

- **CAIXA E INVESTIMENTO DE CURTO PRAZO:** Warren Buffett diz que, se for alto, a empresa está gerando muito dinheiro ou vendeu muitos títulos e, em contrapartida, se for baixo, significa que tem condições econômicas ruins. De 1996 a 1998, a AmBev apresentou um alto nível de caixa. Com as transições com a Antarctica, de 1999 a 2001, seu caixa esteve comprometido, reduzindo-se radicalmente. Em 2002, teve um caixa elevado, que foi reduzindo até 2005. Apresentou um crescimento de caixa, no período de 2006 a 2011, depois das negociações com a Interbrew. Teve uma redução no caixa em 2012 e 2013.
- **CONTAS A RECEBER:** Warren Buffett coloca que, em setores competitivos, ou seja, em empresas que o investidor não investiria, as empresas tentarão oferecer as melhores ofertas de pagamento. No período de 1999 a 2003, a AmBev apresentou um alto nível de contas a receber, sendo contrário aos critérios de Warren Buffett. No entanto, a partir de 2004, com uma tendência de queda, podemos perceber que a AmBev apresentou uma redução e sua manutenção em nível consistentemente baixo, aderindo-se aos critérios de Warren Buffett.

**Novas Perspectivas
 na Pesquisa Contábil**

- ESTOQUES: Warren Buffett acredita que os estoques e o lucro líquido altos indicam que a companhia está encontrando maneiras rentáveis de aumentar suas vendas. A AmBev vem apresentando um lucro líquido elevado. Porém, a empresa vem apresentando uma redução consistente de seus estoques, iniciado a tendência de queda em 1999 e, em 2004, reduzindo ainda mais, não atendendo aos critérios de Warren Buffett. No entanto, estoques baixos não são necessariamente problemáticos, pois os mesmos geram custos de estocagem.

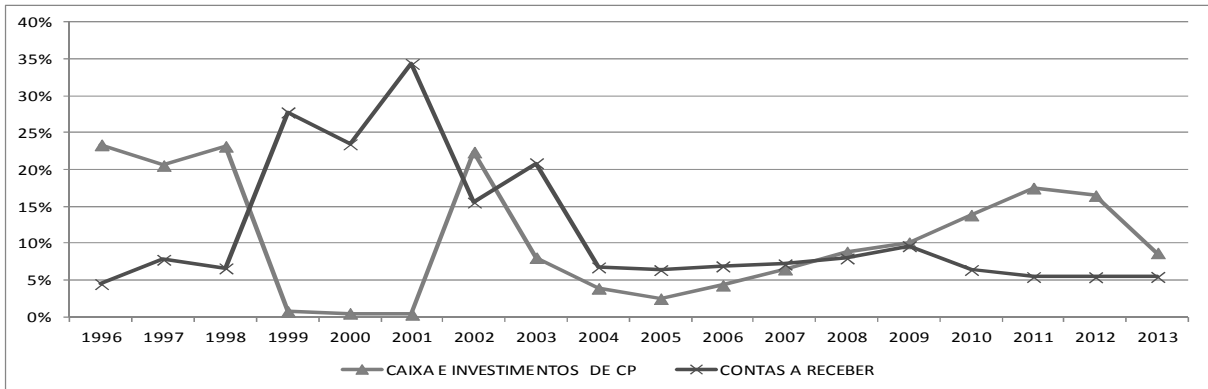


Figura 3: Principais pontos de análise sobre o Ativo de Warren Buffett.
 Fonte: Economática, 2013. Elaborado pelo autor.

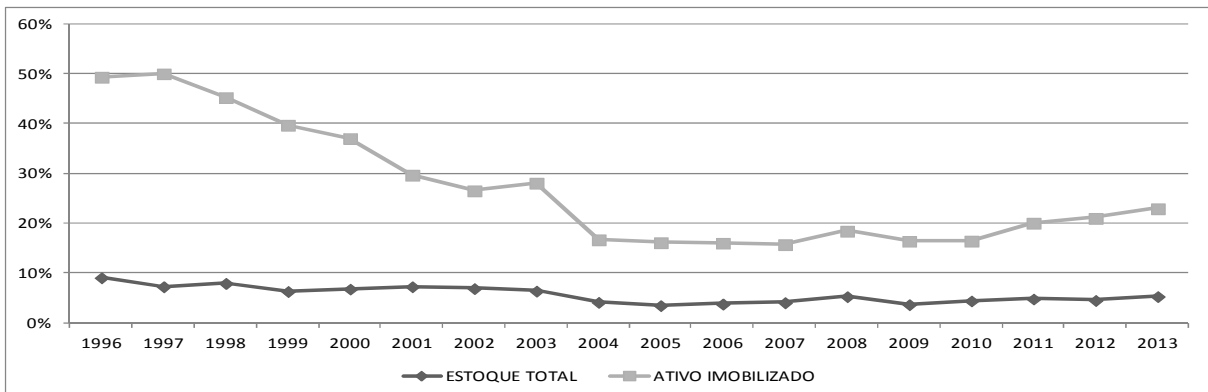


Figura 4: Principais pontos de análise sobre o Ativo de Warren Buffett.
 Fonte: Economática, 2013. Elaborado pelo autor.

- ATIVO IMOBILIZADO: Warren Buffett diz que empresas com vantagem competitiva de longo prazo devem não precisar modernizar seu ativo imobilizado. De 1996 a 1997, a empresa apresentou altos níveis de ativo imobilizado. No entanto, a partir de 1998, a AmBev vem apresentando uma redução consistente em seus ativos imobilizados, atendendo aos critérios de Warren Buffett.
- FUNDO DE COMÉRCIO, ATIVOS INTANGÍVEIS E INVESTIMENTOS DE LONGO PRAZO: Warren Buffett diz que o aumento do fundo de comércio pode significar que a empresa analisada está adquirindo novas companhias. Os ativos intangíveis podem mostrar o valor da marca e o poder de geração de lucro no longo prazo. E o investimento de longo prazo informa acerca do direcionamento da companhia. A AmBev vem apresentando um crescimento progressivo nestes ativos, apresentados de maneira conjunta, fruto do seu processo de crescimento através de fusões e aquisições.

As figuras 5, 6 e 7 apresentam as análises do Passivo e do Patrimônio Líquido do Balanço Patrimonial.

- **CONTAS A PAGAR:** Warren Buffett diz que esta conta revela muito sobre a situação atual da empresa, necessitando-se que sejam em níveis baixos. Atendendo aos critérios de Warren Buffett, teve redução a partir de 1999, perdurando-se até 2005. No entanto, a partir de 2006, ocorre um aumento constante desse item, sendo contrário aos critérios de Warren Buffett.
- **DESPESAS PROVISIONADAS:** Warren Buffett acredita que as despesas provisionadas também nos revelam muito sobre a situação atual da empresa, necessitando-se também que sejam em níveis baixos. Em consonância com os critérios de Warren Buffett, desde 1996 a empresa apresentou queda consistente nas despesas provisionadas, com exceção de 2007 e 2008, provavelmente como consequência do declínio da economia, devido à crise financeira mundial.
- **DIVIDAS DE CURTO PRAZO:** Warren Buffett coloca que este item revela muito sobre as condições econômicas de longo prazo, necessitando-se que sejam em níveis baixos. Pode-se dizer que, de 1996 a 1999, a empresa estava em uma tendência consistentemente divergente com os critérios de Warren Buffett. Porém, a partir de 1999, tem apresentado uma queda consistente neste item.
- **DEMAIS PASSIVOS CIRCULANTES:** Warren Buffett é contra a existência de passivos em geral. Pode-se observar que, de 1996 a 1999, a empresa apresentou um aumento consistente em demais passivos circulantes. O mesmo fenômeno pode ser observado no período de 2004 a 2006 e no período de 2011 a 2012, sendo contrário aos critérios de Warren Buffett.
- **DIVIDAS DE LONGO PRAZO:** Warren Buffett diz que empresas, com vantagem competitiva de longo prazo, as empresas precisam de pouca ou nenhuma dívida de longo prazo para manter suas operações. No período de 1996 a 2002, a empresa apresentou dívidas de longo prazo inconsistente e aumentou muito em 2000, 2001 e 2002. A partir de 2003, a AmBev vem apresentando uma redução consistente de suas dívidas de longo prazo, atendendo aos critérios de Warren Buffett.
- **PASSIVO TOTAL:** O Passivo Total para Warren Buffett deve ser consistentemente baixo. O que se percebe nos demonstrativos financeiros da AmBev é que tem uma redução no longo prazo, principalmente a partir de 2009, com a implementação do IFRS e com a aquisição da americana Anheuser-Busch, sendo, portanto aderente aos critérios de Warren Buffett.
- **LUCRO ACUMULADO:** Para Warren Buffett, esse é o mais importante do Balanço patrimonial, necessitando-se em níveis progressivamente altos. Nota-se que, ao longo do tempo, o lucro acumulado da empresa vem crescendo, com exceção de 1999, ano da aquisição da Antarctica e, de 2004, ano da aquisição da AmBev pela Interbrew. A partir de 2005, o lucro acumulado só tem aumentado.

**Novas Perspectivas
 na Pesquisa Contábil**

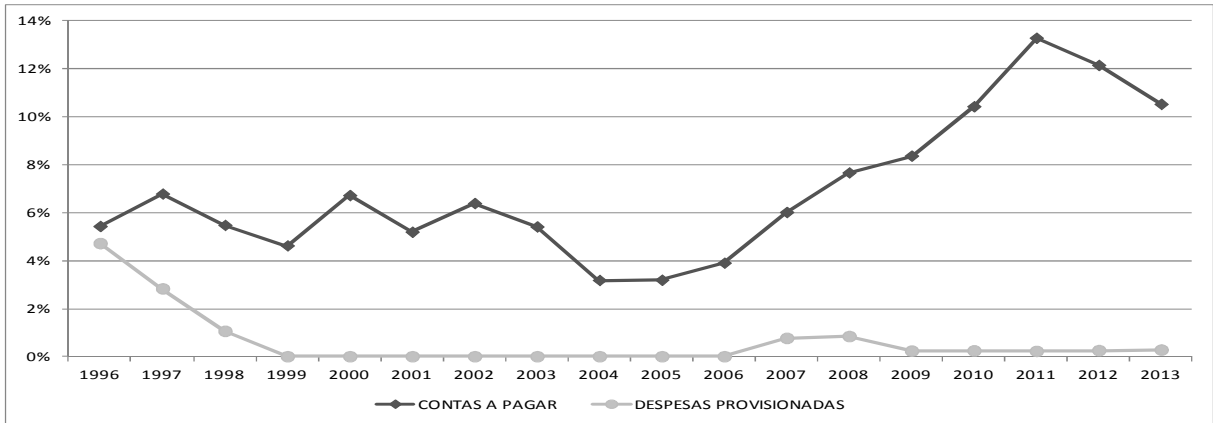


Figura 5: Principais pontos de análise sobre o Passivo Circulante de Warren Buffett.
 Fonte: Economática, 2013. Elaborado pelo autor.

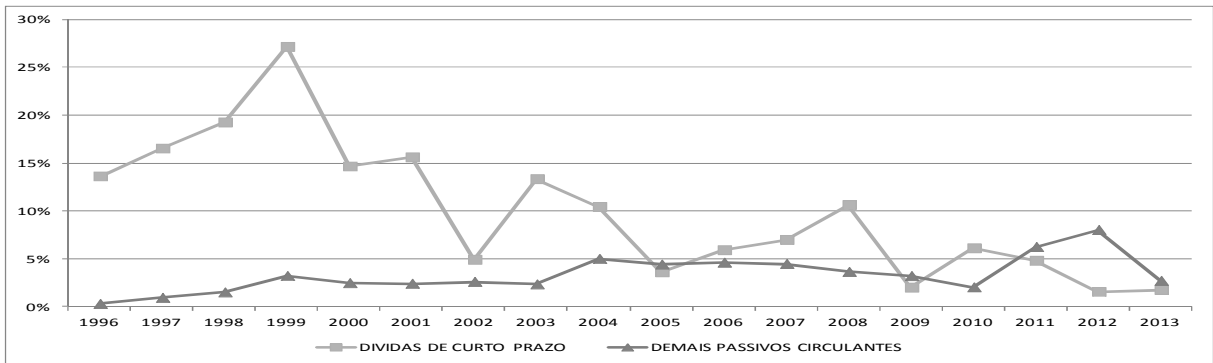


Figura 6: Principais pontos de análise sobre o Passivo Circulante de Warren Buffett.
 Fonte: Economática, 2013. Elaborado pelo autor.

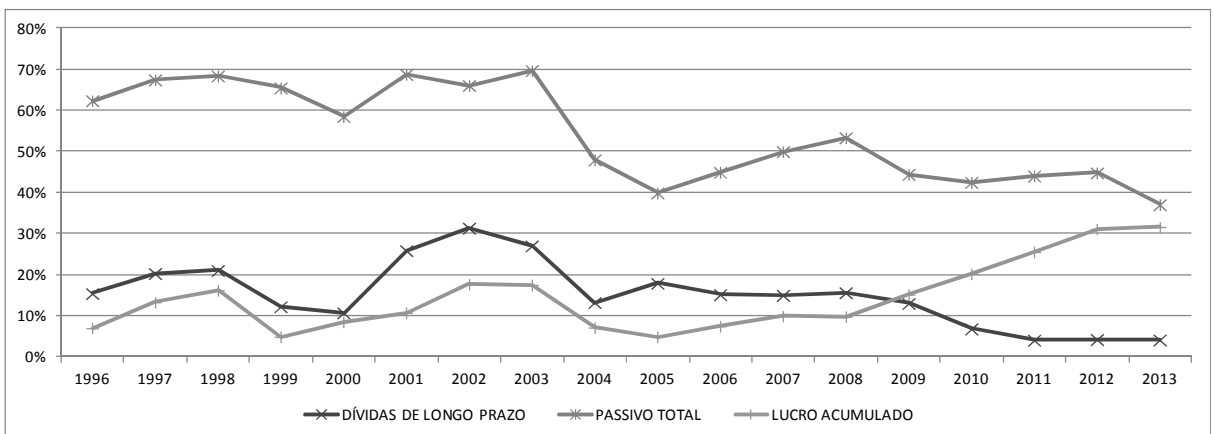


Figura 7: Principais pontos de análise sobre o Passivo Não Circulante e PL de Warren Buffett.
 Fonte: Economática, 2013. Elaborado pelo autor.

As figuras 8 e 9 apresentam os indicadores relativos à rentabilidade, endividamento e liquidez da empresa.

- **RETURN ON ASSETS (ROA):** Warren Buffett busca empresas com ROA consistentemente alto. A AmBev apresenta consistência positiva nesse indicador,

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

com exceção de 1999, com a compra da Antarctica pela Brahma. Pode-se observar também que, a partir de 2005, a empresa vem apresentando indicadores consistentemente elevados, com exceção de 2013, atendendo aos critérios de Warren Buffett.

- **RETURN ON EQUITY (ROE):** Para Warren Buffett, empresas com vantagem competitiva de longo prazo apresentam um ROE acima da média. Há uma tendência de queda de 1996 até 1999, aumentando consistentemente de 2000 até 2003 e diminuindo novamente de 2004 a 2005. No entanto, a partir de 2006, a empresa apresentou um crescimento consistente do ROE, apesar de uma diminuição significativa em 2013.

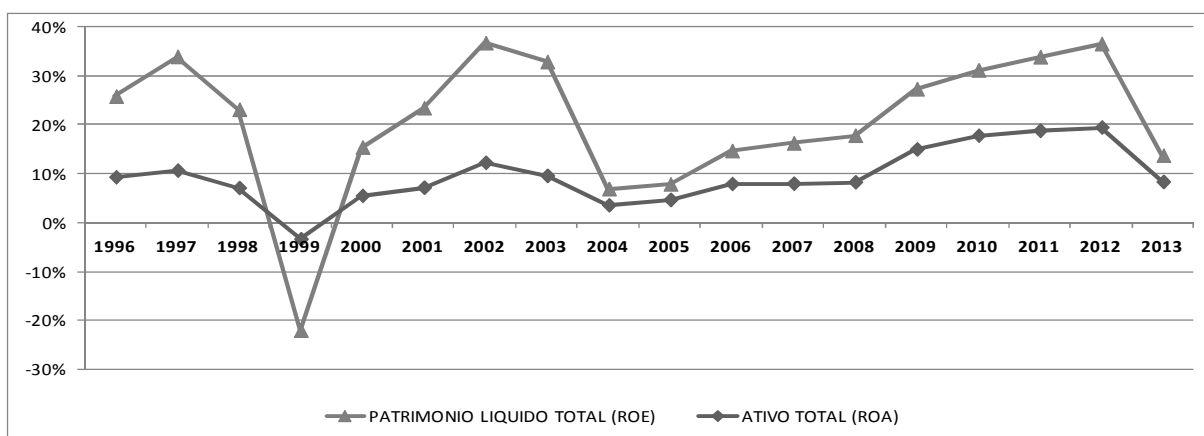


Figura 8: Principais indicadores sobre o BP de Warren Buffett.

Fonte: Economática, 2013. Elaborado pelo autor.

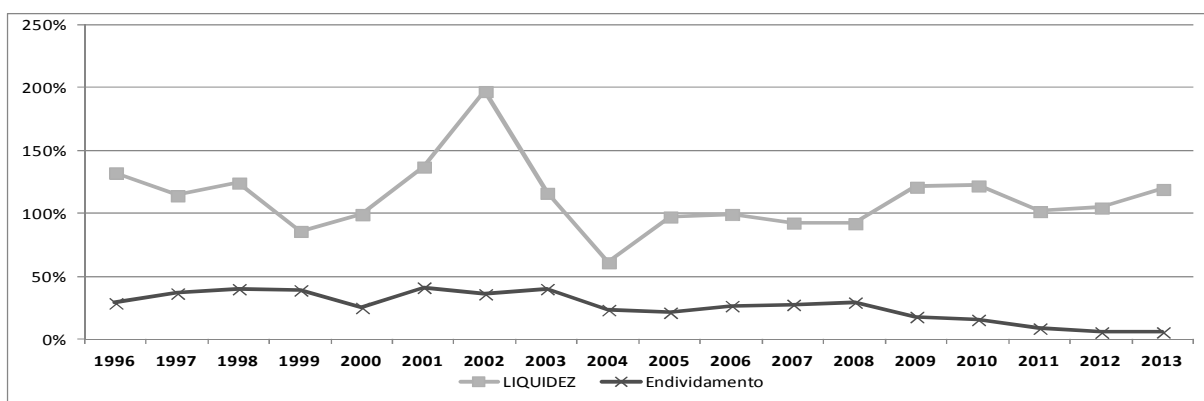


Figura 9: Principais indicadores sobre o BP de Warren Buffett.

Fonte: Economática, 2013. Elaborado pelo autor.

- **ENDIVIDAMENTO:** Para Warren Buffett, o endividamento deve ser baixo. A AmBev, de 1996 a 2003, apresentou um alto índice de endividamento, com exceção de 2000, que pode ser explicado pela necessidade de financiamento na aquisição da Antarctica. Entretanto, a partir de 2004, existe uma consistência na diminuição do endividamento. A redução passou a ser maior a partir de 2008, depois da aquisição da Anheuser-Busch pela InBev.

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

- **LIQUIDEZ:** Para Warren Buffett, a liquidez deve ser relativamente baixa. No período de 1996 a 2003, com exceção dos anos de 1999 e 2000, a empresa apresentou um alto nível de liquidez, não atendendo ao critério de Warren Buffett. Especialmente, em 2002, o índice foi de 197%. A partir de 2004, a empresa apresentou consistentemente uma baixa liquidez, estando de acordo com o critério de Warren Buffett.

O quadro 7 apresenta os resultados da aplicação de critérios de Warren Buffett no Balanço Patrimonial.

Quadro 7 – Resultados da aplicação dos critérios de Warren Buffett do Balanço Patrimonial.

Balanço Patrimonial	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Total ▲ por conta %		Total ▼ por conta	
Caixa	▲	▲	▲	▼	▼	▼	▲	▲	▼	▼	▼	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▼	▼	11	61%	7
Estoque Total	▼	▼	▼	▼	▼	▼	▼	▼	▼	▼	▼	▼	▼	▼	▼	▼	▼	▼	▼	0	0%	18
Contas a receber	▲	▲	▲	▼	▼	▼	▼	▼	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	13	72%	5
Liquidez	▼	▼	▼	▲	▲	▼	▼	▼	▲	▲	▲	▲	▲	▼	▼	▲	▲	▼	▼	9	50%	9
Ativo Imobilizado	▼	▼	▼	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	15	83%	3
Investimento de LP	▼	▼	▼	▲	▲	▼	▼	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	13	72%	5
Ativo Total (ROA)	▲	▲	▼	▼	▲	▲	▲	▲	▼	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▼	▼	14	78%	4
Contas a pagar	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▼	▼	▼	▼	▼	▼	▼	▼	▼	10	56%	8
Despesas Prov	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▼	▼	▲	▲	▲	▲	▲	▲	16	89%	2
Dívida de CP	▼	▼	▼	▼	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▼	▼	▼	▲	▲	▲	▲	▲	▲	11	61%	7
Demais PC	▼	▼	▼	▲	▲	▲	▲	▲	▼	▼	▼	▲	▲	▲	▼	▼	▲	▲	▲	10	56%	8
Dívida de LP	▼	▼	▼	▼	▼	▼	▼	▼	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	10	56%	8
Passivo Total	▼	▼	▼	▲	▲	▼	▼	▼	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	12	67%	6
Lucro Acumulado	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	18	100%	0
PL Total (ROE)	▼	▼	▼	▼	▲	▲	▲	▲	▼	▼	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▼	▼	11	61%	7
Total ▲ por ano	6	6	5	8	11	8	9	10	10	11	10	11	11	12	11	12	13	9		Total ▲ 173		
Total ▼ por ano	9	9	10	7	4	7	6	5	5	4	5	4	4	3	4	3	2	6		Total ▼ 97		

Legenda: ▲ Favorável aos critérios WB ▼ Contra os critérios WB

Fonte: Balanço Patrimonial da AmBev (1996 a 2013). Elaborado pelo autor

O quadro 8 apresenta as análises da Demonstração do Fluxo de Caixa.

- **DESPESAS COM ATIVOS FIXOS:** Warren Buffett diz que se a empresa que gasta 50% ou menos do seu lucro líquido em ativos fixos, é uma empresa com o potencial de ter a vantagem competitiva de longo prazo. A AmBev em 2002 e a partir de 2009 atende a este critério de Warren Buffett.
- **RESGATE DE AÇÕES:** Para Warren Buffett, as empresas com vantagem competitiva de longo prazo apresentam o histórico de recompra ou de cancelamento das suas próprias ações. Nota-se que a empresa sempre apresentou esse indicador em seus resultados, a partir de 2001.

Quadro 8 – Resultados da aplicação dos critérios de Warren Buffett do Fluxo de Caixa.

DFC	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Total ▲ por conta %		Total ▼ por conta	
Despesas com ativos fixos	▼	▼	▼	▼	▼	▼	▲	▼	▼	▼	▼	▼	▼	▲	▲	▲	▲	▲	▲	6	33%	12
Emissão (resgate) de ações	▼	▲	▼	▼	▼	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	14	78%	4
Total ▲ por ano	0	1	0	0	0	1	2	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2		Total ▲ 20		
Total ▼ por ano	2	1	2	2	2	1	0	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0		Total ▼ 16		

Legenda: ▲ Favorável aos critérios WB ▼ Contra os critérios WB

Fonte: Fluxo de Caixa da AmBev (1996 a 2013). Elaborado pelo autor

A figura 10 apresenta o agrupamento de todos os critérios da DRE, Balanço Patrimonial e Fluxo de Caixa da AmBev, totalizando 22 critérios de Warren Buffett.

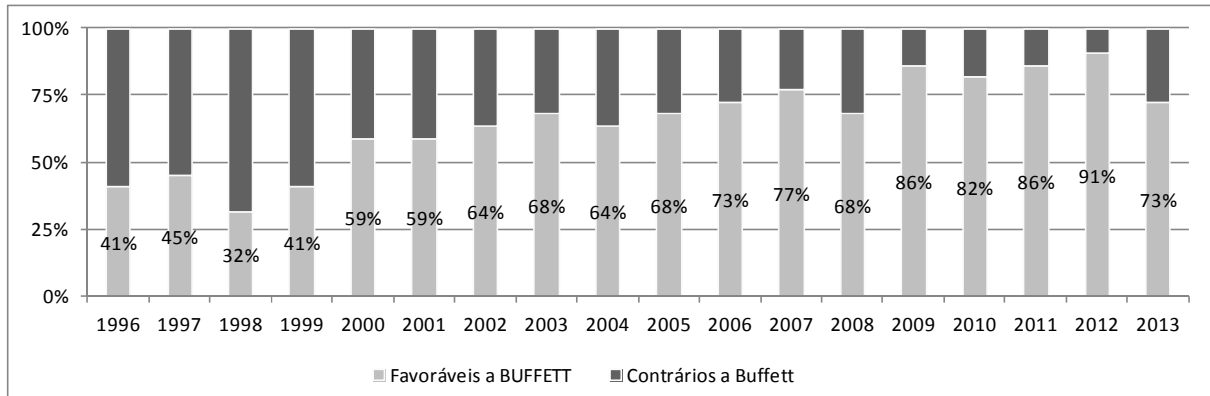


Figura 10: Agrupamento dos critérios da DRE, BP e DFC que atendem aos critérios de Warren Buffett.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Os resultados indicam que, antes de 1999, a AmBev não atendia aos critérios de Warren Buffett como uma empresa com a vantagem competitiva de longo prazo. Porém, passou a atendê-los cada vez mais a partir de 2000, evidenciando a importância da aquisição da Antarctica pela Brahma e a formação da AmBev para o desenvolvimento desta vantagem. A partir de 2009, quase todos os critérios de Warren Buffett começaram a ser atendidos, o que pode ser explicado pela adoção das normas IFRS ou ainda pela aquisição da empresa americana Anheuser-Busch. Em 2013, apesar de ter mais pontos em consonância com os critérios de Warren Buffett, a AmBev vem apresentando uma queda no seu desempenho em termos de redução de seu caixa, estoque, ROA e ROE e também por aumento de sua liquidez e de contas a pagar.

Pode-se interpretar também que as teorias que explicam as relações entre rentabilidade, endividamento e liquidez da empresa mudaram ao longo do tempo. Até 1999, a AmBev não tinha a vantagem competitiva de longo prazo, de acordo com os critérios de Warren Buffett, quando a sua liquidez era baixa, a rentabilidade era baixa e o endividamento era alto. Estes resultados estavam coerentes com a teoria de *pecking order* da estrutura de capital e de liquidez, pois a baixa rentabilidade está associada ao alto endividamento e à baixa liquidez.

A liquidez aumentou, a rentabilidade aumentou e o endividamento aumentou no período de 2000 a 2003, sendo coerente com a teoria de *trade-off* na estrutura de capital, onde maior endividamento está associado a maior rentabilidade e com a teoria *pecking order* na política de liquidez, pois a rentabilidade maior está associada a liquidez maior. Neste aspecto, é importante considerar uma ressalva de que, ao aplicar os critérios de Warren Buffett estaticamente ano a ano, a empresa atende aos critérios no período mencionado; no entanto, ao considerar as variações no tempo, o comportamento da empresa de aumentar o seu endividamento é contrário aos critérios de Warren Buffett.

No período de 2004 a 2013, a AmBev apresentou liquidez relativamente baixa, aumento na rentabilidade e redução do endividamento, o que é consistente com a visão de Warren Buffett e com a teoria de *pecking order* de estrutura de capital, tendo a associação entre alta rentabilidade e baixo endividamento, e com a teoria de *trade-off* na política de liquidez, tendo a associação entre alta rentabilidade e baixa liquidez.

5. Conclusão

A visão de Warren Buffet permitiu fazer a identificação da vantagem competitiva de longo prazo da AmBev, que se resume na alta rentabilidade, baixo endividamento e relativamente baixa liquidez, considerando a sua evolução histórica, de uma forma diferente de análises tradicionais de demonstrações financeiras.

Os resultados mostraram que, até 1999, a empresa não atendia adequadamente à visão de Warren Buffett e, a partir de 2000, depois da aquisição da Antarctica pela Brahma e a formação da AmBev, a empresa passou a ser mais consistente com a sua visão.

Uma dúvida técnica na realização desta análise residiu no fato de não existir um padrão acerca do número de critérios que necessitam ser atendidos para que a empresa seja considerada boa para o investimento, em Buffett e Clark (2010). Em outras palavras, os referidos critérios permitem fazer uma análise de nível de atendimento aos mesmos, porém não permite concluir se atende satisfatoriamente ou não para a tomada de decisão de investimento.

Os referidos critérios também não abordam adequadamente as decisões estratégicas, envolvendo o processo de crescimento, que levam à piora momentânea dos indicadores econômicos e financeiros, apesar de serem de extrema importância para o futuro da empresa. Esta questão se destaca com a redução no nível de atendimento aos critérios justamente nos períodos de negociações de crescimento estratégico – na compra da Antarctica (1999), com as negociações com a Interbrew (2004) e na compra da Anheuser-Busch (2008).

Este estudo tratou de uma empresa específica e os resultados obtidos não podem ser generalizados para outras empresas. Será necessário fazer estudos similares com empresas de diversos setores para compreender melhor a utilidade dos critérios de Warren Buffett para a análise e tomada de decisão de investimento.

Referencial Bibliográfico

Artuso, A. R. & Chaves Neto, A. (2010). O uso de quartis para a aplicação dos filtros de Graham na Bovespa (1998-2009). **Revista Contabilidade & Finanças USP**, São Paulo. Recuperado 02 mar. 2013, da Scielo: <http://www.scielo.br/pdf/rcf/v21n52/v21n52a03.pdf>.

Buffett, M. & Clark, D. (2010). **Warren Buffett e a Análise de Balanços: Como Identificar Empresas com Vantagem Competitiva de Longo Prazo por Meio de Suas Demonstrações Financeiras**. São Paulo: Sextante.

Chan, L. K. C. & Lakonishok, J. (2004). Value and growth investing: Review and update. **Financial Analysts Journal**, 71-86.

Correa, C. (2013). **Sonho Grande: Como Jorge Paulo Lemman, Marcel Telles e Beto Sicupira revolucionaram o capitalismo brasileiro e conquistaram o mundo**. Rio de Janeiro: Sextante.

Fisher, Philip A. (1996). **Common Stocks and Uncommon Profits** (2a ed.). New York: Wiley, John & Sons, Incorporated.

Galdi, F. C. & Lopes, A. B. (2008). Relação de longo prazo e causalidade entre o lucro contábil e o preço das ações: evidências do mercado latino-americano. **Rausp - Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, 186-201.

- Gewehr, D. H. (2007). **Avaliação relativa de ações baseada em múltiplos de mercado projetados e passados: um estudo comparativo de performance na Bovespa.** Tese Dissertação Mestrado Programa de pós-graduação em administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.
- Graham, B. (2007). **O Investidor Inteligente.** Tradução Maria de Lourdes Sette. Rio de Janeiro: Nova Fronteira.
- Graham, B. & Dodd, D. L. (1934). **Security Analysis** (3a ed.). New York: McGraw-Hill.
- Koshio, S. & Cia, J. N. (2004). The determinants of corporate cash holdings: a comparison between Brazilian and US Firms. In: **Anais do EnANPAD.** Curitiba.
- Koshio, S. & Nakamura, W. (2013). Efeitos de Risco de Mercado e Regime de Caixa sobre a relação Liquidez-Rentabilidade. **Revista de Práticas de Contabilidade e Gestão do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Presbiteriana Mackenzie.** São Paulo.
- Machado, T. (2008). **Investidores Inteligentes ou Filhos do Acaso?** Trabalho de Conclusão de Curso Especialização em mercado de capitais, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.
- Markowitz, H. M. (1952). Portfolio selection. **Journal of finance**, p.77-91.
- Modigliani, Franco & Miller, Merton H. (1958). The cost of capital, Corporation finance, and the theory of investment. **American Economic Review**, v. 48, nº3, 261-297.
- Ross, Stephen A. (2002). **Administração financeira: Corporate finance.** (2a ed.). São Paulo: Atlas.
- Salgueiro, G. C. (2007). **Comparação das filosofias de investimento de Benjamin Graham e Warren Buffett: aplicação no mercado brasileiro.** Trabalho de conclusão de curso Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo. Recuperado 02 mar. 2013, da FEA: <http://www.ead.fea.usp.br/tcc/trabalhos/tcc-guilhermecaiosalgueiro.pdf>.
- Santos, L. R. (2010). **Aplicação de estratégias de value investing no mercado acionário brasileiro:** Dissertação Mestrado Profissionalizante em Administração, Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Rio de Janeiro.