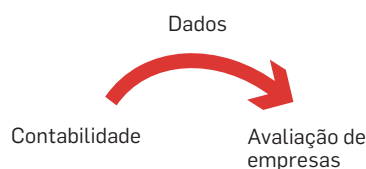


Os testes de imparidade e as técnicas de avaliação de empresas

Aqui se mostra o reforço da ligação entre a contabilidade e a avaliação de empresas, como consequência da aprovação do SNC, decorrente da necessidade de se utilizarem técnicas para determinar o valor de certas estimativas.

Por **Luís Miguel Miranda da Rocha***

As relações entre as «áreas do conhecimento» de contabilidade e de avaliação de empresas assumiram, durante grande parte da segunda metade do século XX, um cariz unívoco, do tipo fornecedor-cliente. De facto, a técnica de avaliação de empresas construída pela «Moderna Teoria Financeira» em torno dos conceitos de cash-flow (fluxo de caixa) e de valor temporal do dinheiro, cedo se constituiu como «cliente» da contabilidade, sobretudo nas circunstâncias em que se considera que a informação financeira passada é um bom indicador, ou um ponto de partida, para a sempre necessária estimativa do que poderá acontecer no futuro.



Os tempos de substancial mudança que estamos a enfrentar, no que diz respeito ao paradigma contabilístico, não beliscam esta relação; bem pelo contrário, vêm abrir novas plataformas de contacto entre a contabilidade e a avaliação de empresas, potenciando uma verdadeira interdisciplinaridade que se procurará explorar ao longo deste trabalho. Em Portugal, o primeiro episódio com relevo, neste processo de mudança, consistiu na adopção, pela União Europeia, das denominadas normas internacionais de contabilidade (IAS/IFRS), para efeitos de elaboração da contabilidade e do relato financeiro das sociedades com valores cotados em mercados regulamentados (empresas cotadas). O segundo episódio do dito processo centra-se nos dias que vivemos: a concepção e entrada em vigor do Sistema de Normalização Contabilística (SNC), base-

ado numa série de normas contabilísticas e de relato financeiro (NCRF), aplicável agora à grande maioria das entidades sujeitas à obrigação de possuir contabilidade organizada.

Novo paradigma

De um ponto de vista mais substancial, a mudança de paradigma contabilístico a que se fez menção caracteriza-se, em certa medida, por uma maior abertura à introdução de estimativas de valor na contabilidade (visando uma maior utilidade da informação contabilística), abandonando alguns dos requisitos de objectividade por que se norteava a normalização contabilística até aqui vigente. A este propósito, muito se tem escrito em torno dos conceitos de custo histórico e de justo valor, afigurando-se claro, no momento actual, que a contabilidade construída quase exclusivamente com base em valores

históricos perde algum (muito?) terreno para os denominados justos valores, cuja adopção, em determinados contextos, constitui uma alternativa e, em outros, a única opção possível.

Neste novo referencial de normalização contabilística, verifica-se que muitas das estimativas de valor necessárias para a contabilidade e subsequente relato financeiro só podem ser efectuadas recorrendo às técnicas financeiras de avaliação de empresas, criando, assim, uma relação de interdependência entre estas duas disciplinas:



O conceito de valor de uso

No actual quadro de normalização contabilística (IAS/IFRS ou SNC⁽¹⁾) surge com muita frequência o conceito de perda por imparidade, definido na NCRF 12 – Imparidade de activos como «o excedente da quantia escriturada de um activo, ou de uma unidade geradora de caixa, em relação à sua quantia recuperável.»

De acordo com a NCRF 12, o cálculo desta quantia recuperável pode ser efectuado tendo em consideração o valor de uso, cuja definição encontramos na mesma norma (parágrafo 4): «Valor presente dos fluxos de caixa futuros estimados, que se espera surjam do uso continuado de um activo ou unidade geradora de caixa e da sua alienação no fim

da sua vida útil.»

Este conceito de valor de uso é invocado em várias normas contabilísticas e de relato financeiro, nomeadamente:

- NCRF 7 – Activos fixos tangíveis;
 - NCRF 8 – Activos não correntes detidos para venda e unidades operacionais descontinuadas;
 - NCRF 11 – Propriedades de investimento;
 - NCRF 12 – Imparidade de activos;
 - NCRF 13 – Interesses em empreendimentos conjuntos e investimentos em associadas;
 - NCRF 16 – Matérias ambientais.
- Para apurar este valor de uso, a NCRF 12 remete-nos para um conjunto de procedimentos oriundos da disciplina de Finanças Empresariais, mais propriamente para os modelos de avaliação de empresas que se baseiam na actualização de fluxos de caixa futuros (*discounted cash-flow* ou DCF). Com efeito, de acordo com a NCRF 12, o valor de uso deve ser determinado tendo em conta:

- Estimativas dos fluxos de caixa futuros que a entidade espera obter do activo;
- Expectativas acerca de possíveis variações na quantia ou momento desses fluxos de caixa futuros;
- O valor temporal do dinheiro, representado pela taxa corrente de juro sem risco do mercado;
- O preço por aceitar a incerteza inerente ao activo;
- A falta de liquidez que os participantes no mercado possam fazer reflectir na valorização dos fluxos de caixa futuros que a entidade espera obter do activo.

A forma como estes princípios gerais devem concretizar-se, ao efectuar um teste de imparidade,

é objecto de desenvolvimento no capítulo «cálculo do valor de uso com base nas técnicas de avaliação de empresas.»

Testes de imparidade ao goodwill

Neste trabalho, pretende-se centrar a análise precisamente no âmbito da NCRF 12, mais propriamente na necessidade de se efectuarem testes de imparidade ao *goodwill*. Tal necessidade está consagrada no parágrafo 45 da NCRF: «Uma unidade geradora de caixa à qual tenha sido imputado *goodwill* deve ser testada quanto a imparidade anualmente, e sempre que exista uma indicação de que essa unidade possa estar com imparidade, comparando a quantia escriturada da unidade, incluindo o *goodwill*, com a quantia recuperável da unidade. Se a quantia recuperável da unidade exceder a quantia escriturada da unidade, a unidade e o *goodwill* imputado a essa unidade devem ser considerados como não estando com imparidade. Se a quantia escriturada da unidade exceder a quantidade recuperável da unidade, a entidade deve reconhecer a perda por imparidade de acordo com o parágrafo 52.»

Esta é uma área privilegiada de relação entre a contabilidade e as técnicas de avaliação de empresas, na medida em que o conceito de unidade geradora de caixa⁽²⁾ pode ser utilizado como objecto de aplicação mais ou menos directa das mencionadas técnicas.

Cálculo do valor de uso com base nas técnicas de avaliação de empresas

Determinação dos fluxos de caixa futuros – O parágrafo 17 da NCRF 12 define expressamente

quais são as bases que uma entidade deve utilizar para efectuar estimativas de fluxos de caixa futuros. De forma resumida, essas bases são as seguintes:

- Pressupostos razoáveis e suportáveis:
 - Melhor estimativa da escala de condições económicas que existirão durante a vida útil remanescente do activo;
 - Deve ser dada maior ponderação a evidências externas.
- Orçamentos e previsões financeiras mais recentes aprovados pela gerência:
 - Excluindo quaisquer fluxos de entradas e saídas de fluxos de caixa futuros estimados que se espera venham a resultar de reestruturações futuras ou de aumentos ou melhorias no desempenho do activo;
 - As projecções devem abranger um período máximo de cinco anos.
- Projecções de fluxos de caixa para além do período abrangido pelos orçamentos e previsões financeiras mais recentes:
 - Extrapolando as projecções referidas no ponto anterior, mediante a utilização de uma taxa de crescimento estável ou decrescente para os anos subse-

quentes (excepto se uma taxa crescente puder ser justificada).

Por sua vez, os parágrafos 18 a 23 da NCRF 12 vêm definir qual deve ser a composição das estimativas dos fluxos de caixa futuros:

- Projecções de influxos de caixa provenientes do uso continuado do activo;
- Projecções de exfluxos de caixa que sejam indispensáveis para gerar os “influxos” de caixa derivados do uso continuado do activo e possam ser directamente atribuídos ao activo, ou a ele imputados numa base razoável e consistente;
- Fluxos de caixa líquidos, se os houver, a receber (ou a pagar) pela alienação do activo no fim da sua vida útil;
- Os fluxos de caixa futuros devem ser estimados para o activo na sua condição actual;
- As estimativas de fluxos de caixa futuros não devem incluir influxos ou exfluxos de caixa que se esperem como resultado de:
 - Reestruturação futura com a qual uma entidade ainda não esteja comprometida;
 - Aumentos ou melhorias no desempenho do activo.
- As estimativas de fluxos de

caixa futuros não devem incluir influxos ou exfluxos de caixa provenientes de actividades de financiamento;

- As estimativas de fluxos de caixa futuros não devem incluir recebimentos ou pagamentos de impostos sobre o rendimento. Estas definições quanto às bases e composição das estimativas de fluxos de caixa futuros são, em larga medida, coincidentes, com as melhores e mais frequentes práticas de avaliação de empresas (para outros fins), no âmbito do denominado método do rendimento.

Rendimentos futuros

Na literatura que versa sobre o tema, encontram-se várias concretizações para o conceito de rendimentos futuros, tais como os resultados, os dividendos, os fluxos de caixa destinados aos accionistas (o denominado *free cash-flow to equity*) e os fluxos de caixa destinados aos accionistas e credores (o chamado *free cash-flow to the firm*). Apesar desta diversidade, a evolução da Teoria Financeira conduziu-nos a um “estado da arte” em que é quase consensual a adopção de medi-

Quadro 1- Cálculo do *free cash-flow to the firm*

+	Resultado antes de impostos, encargos financeiros, depreciações e amortizações (EBITDA)
-	Depreciações e amortizações do exercício
=	Resultado antes de impostos, encargos financeiros de financiamento (EBIT)
-	Imposto sobre EBIT
=	Resultado operacional após impostos (NOPLAT)
+	Depreciações e amortizações do exercício
=	Cash-flow bruto
-	Variação de existências <i>stocks</i>
-	Variação de créditos de exploração
+	Variação de débitos de exploração de exploração de curto prazo
-	Investimento (“desinvestimento”) em capital fixo
=	<i>Free cash-flow to the firm (FCFF)</i>

Quadro 2- Cálculo do *free cash-flow to the firm* - Testes de imparidade

+	Resultado antes de impostos, encargos financeiros, depreciações e amortizações (EBITDA)
=	<i>Clash-flow</i> bruto
-	Variação de existências <i>stocks</i>
-	Variação de créditos de exploração
+	Variação de débitos de exploração de curto prazo
-	Investimento ("desinvestimento") em capital fixo
=	<i>Free cash-flow to the firm</i> (FCFF)

das de natureza financeira (dividendos, estimativas de fluxos de caixa futuros) como expressão do conceito de rendimento.

Ponderando o facto de a NCRF 12 não permitir que as estimativas de fluxos de caixa futuros incluam influxos ou exfluxos de caixa provenientes de actividades de financiamento, aqueles fluxos devem ser estimados sob a forma de *free cash-flow to the firm*, isto é, os fluxos de caixa gerados antes de qualquer pagamento ou recebimento relacionado com actividades de financiamento (em sentido amplo, ou seja, englobando as relações com accionistas e com credores).

No âmbito da realização de testes de imparidade ao *goodwill* esta medida deve ser sujeita a uma correcção adicional. Na verdade, há, para este efeito, uma adaptação das práticas habituais de avaliação de empresas que merece algum relevo: o tratamento dos impostos sobre o rendimento, preconizado no parágrafo 22 da NCRF 12, em que se afirma o seguinte: «As estimativas de fluxos de caixa futuros não devem incluir:

a) Influxos ou exfluxos de caixa provenientes de actividades de financiamento; ou

b) Recebimentos ou pagamentos de impostos sobre o rendimento.»

Por sua vez, o parágrafo 25⁽³⁾ da NCRF 12 dispõe o seguinte: «A(s) taxa(s) de desconto deve(m) ser

a(s) taxa(s) antes de impostos que reflecta(m) as avaliações correntes de mercado sobre:

a) O valor temporal do dinheiro; e
b) Os riscos específicos para o activo em relação aos quais as estimativas de fluxos de caixa futuros não tenham sido ajustadas.»

Nestas circunstâncias, o conceito de *free cash-flow to the firm* anteriormente explicitado pode ser simplificado, eliminando toda a componente relacionada com amortizações, depreciações e outras grandezas com mero efeito de poupança fiscal. Assim, o quadro 1 pode ser reapresentado, adquirindo os contornos constantes no quadro 2.

«Convenção arbitrária»

É de salientar, neste contexto específico, a coincidência (muito facilitadora dos cálculos) entre os conceitos de EBITDA e de *cash-flow* bruto.

O processo de estimativa de fluxos de caixa apresentado no quadro 2 é repetido para vários períodos. Uma das questões práticas mais relevantes, no âmbito das técnicas de avaliação de empresas, é a de saber para quantos períodos devem ser efectuadas projecções detalhadas de fluxos de caixa. Pereiro (2002) defende que existe uma «convenção arbitrária» no sentido de se efectuar projecções específicas para um período de três a dez anos.

A escolha do número exacto varia consoante os casos e aparece intimamente associada ao momento em que se considera que a empresa (ou a unidade geradora de caixa) atinge a denominada velocidade de cruzeiro (ou seja, o momento a partir do qual se pode identificar um padrão nas variações anuais nos fluxos de caixa).

Neste domínio, a NCRF 12 vem impor como limite que este período de «projecções pormenorizadas» não ultrapasse cinco anos (a menos que um período mais longo possa ser justificado). Segundo Bonham *et al.* (2009), esta exigência (que, diga-se, também consta da IAS 36) baseia-se em conceitos de teoria económica segundo os quais só no curto prazo será possível sustentar taxas de crescimento superiores à média do mercado.⁽⁴⁾

O facto de se estabelecer um determinado prazo para as «projecções pormenorizadas» não significa que, do ponto de vista de avaliação, se menosprezem os fluxos de caixa potencialmente gerados após esse período. Na verdade, o que está em causa é o cálculo do «valor residual» ou, dito de outra forma, do valor que se estima para a empresa (ou unidade geradora de caixa) que está a ser objecto de avaliação, no final do período (n) em relação ao qual se estabelecem projecções pormenorizadas de

fluxos de caixa. Em termos práticos, é comum encontrar diversas alternativas de determinação do valor residual:

- O cálculo do valor actual dos fluxos de caixa estimados do período (n+1) em diante (recorrendo à fórmula financeira da anuidade ou da perpetuidade, consoante a vida útil seja finita ou infinita), introduzindo taxas estimadas de crescimento;
- Uma estimativa dos valores resultantes da liquidação da empresa (produto da venda de activos, deduzido de todos os passivos e despesas de liquidação), no caso de se antever um horizonte de vida finito para a empresa (ou unidade geradora de caixa) objecto de avaliação;
- A utilização de múltiplos do valor contabilístico, das vendas ou dos resultados.

Também aqui a NCRF 12 é mais restritiva, impondo, no parágrafo 17-c), a utilização de uma anuidade ou de uma perpetuidade, com uma taxa de crescimento estável ou decrescente (a menos que uma taxa crescente possa ser justificada).

Taxa de desconto – introdução: Uma vez estimados os fluxos de caixa de acordo com os preceitos que foram objecto de desenvolvimento no capítulo precedente, a técnica que colhe maior aceitação junto da comunidade académica e profissional é a da actualização dos referidos fluxos mediante a utilização de uma taxa correspondente ao custo médio ponderado do capital (*weighted average cost of capital* – WACC).

$$WACC = \frac{D}{D+S} \times r_d \times (1-t) + \frac{S}{D+S} \times r_s$$

Em que:

D – Percentagem de capital alheio

na estrutura de capitais;

S – Percentagem de capital próprio na estrutura de capitais;

r_d – Taxa de custo da dívida;

r_s – Taxa de custo do capital próprio;

t – Taxa marginal de imposto.

O cálculo do custo médio ponderado do capital deve ser efectuado tendo em conta os valores de mercado (e não os contabilísticos) de cada um dos ponderadores.

Nos parágrafos 25 e 26 da NCRF 12, traçam-se linhas gerais sobre os requisitos a que deve obedecer a taxa de actualização, para efeitos de testes de imparidade. Assim, deve ser uma taxa:

- Antes de impostos, reflectindo as avaliações correntes de mercado sobre:

- Valor temporal do dinheiro;
- Riscos específicos para o activo (em relação aos quais não tenha havido ajustamento das estimativas de fluxos de caixa futuros).

- Estimada a partir da taxa implícita nas transacções correntes do mercado para activos semelhantes, ou a partir do custo médio ponderado do capital de uma entidade cotada em bolsa que tenha um único activo (ou uma carteira de activos) semelhante em termos de potencial de serviço e de riscos para o activo em causa.

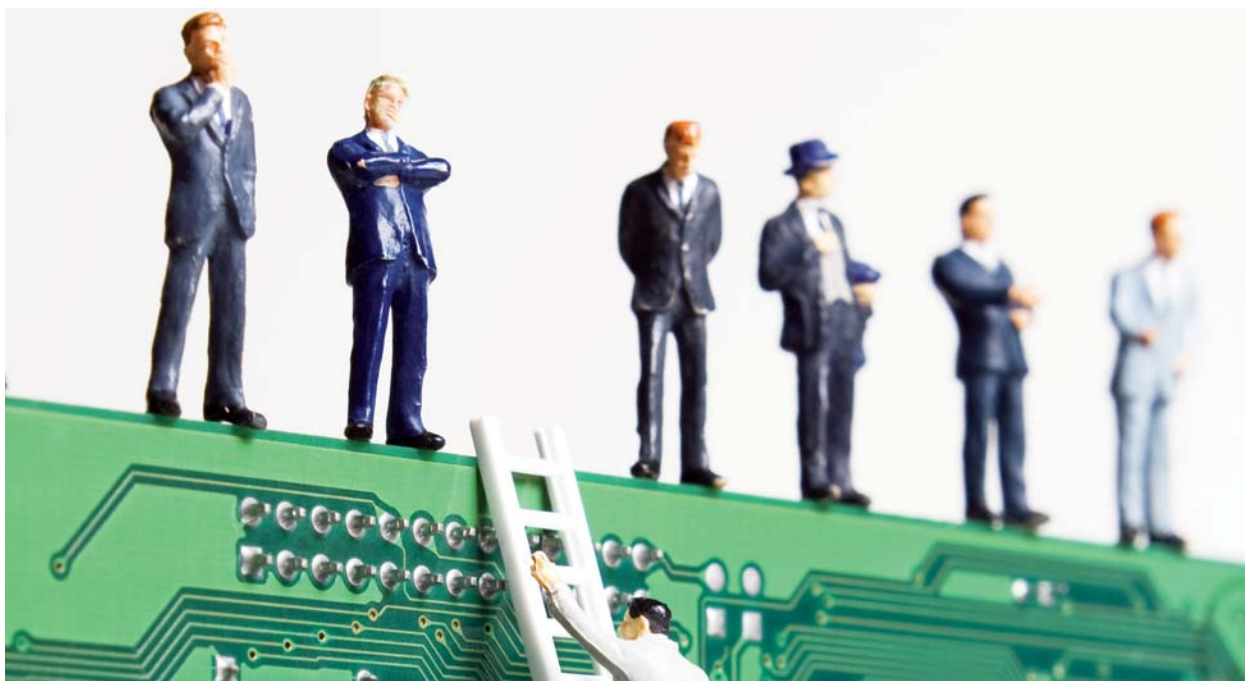
A norma interpretativa 2 vem complementar estes requisitos, dispondo, nos seus parágrafos

16 e 17 que, quando uma taxa de um activo específico não estiver directamente disponível no mercado, se pode utilizar como substituto o custo médio ponderado de capital da entidade determinado pelo uso de técnicas tais como o denominado «Modelo de apreçamento de activos de capital» (*capital asset pricing model* – CAPM)⁽⁵⁾⁽⁶⁾.

Perante o exposto, conclui-se que existe um alinhamento das NCRF com as «melhores práticas» de avaliação de empresas, sendo necessárias, naturalmente, algumas adaptações. Sendo assim, importará dedicar alguma atenção à determinação do custo médio ponderado do capital, tendo em consideração as limitações impostas pelas NCRF. Para tal, devem efectuar-se as estimativas:

- Da estrutura de capitais a considerar, isto é, o peso dos capitais próprios e dos capitais alheios na estrutura de financiamento;
- Do custo do capital alheio;
- Do custo do capital próprio.

Taxa de desconto – estrutura de capitais: De acordo com os princípios de finanças empresariais, o cálculo do custo médio ponderado do capital deve ser efectuado tendo em conta os valores de mercado (e não os contabilísticos) de cada um dos ponderadores, ou seja, considerando o valor de mercado do capital próprio e o valor de mercado do capital alheio. Porém, como a maioria das sociedades não está cotada em bolsa, não existe, frequentemente, um «valor de mercado» para o capital próprio, o que faz com que este princípio, se interpretado à letra, seja de difícil aplicação à generalidade das empresas. Perante este cenário, Damodaran (2000)



ou Pereiro (2002) sugerem as seguintes alternativas:

- O uso de ponderadores que correspondam ao objectivo da empresa, em termos de percentagem de utilização de capital próprio e de capital alheio na estrutura de financiamento (no pressuposto de racionalidade dos agentes económicos, admite-se que será esta a denominada «estrutura óptima de capitais» da entidade);
 - A utilização das percentagens médias de capital próprio e de capital alheio usadas no mesmo sector de actividade, prevenindo que a tendência da empresa a avaliar será a de convergir no sentido das restantes empresas desse mesmo sector;
 - A consideração dos valores correntes, no momento da avaliação (que, em termos práticos, redundará na utilização dos valores contabilísticos do capital próprio e do capital alheio⁽⁷⁾).
- Paralelamente, visando um objectivo de maximização da riqueza dos accionistas, os princí-

pios de finanças empresariais e as boas práticas de avaliação de empresas apontam no sentido de se dever considerar a estrutura de capitais que maximiza o valor de uma empresa como um todo e nunca a específica de um projecto, segmento, área de negócios ou unidade geradora de caixa.

Taxa de desconto independente da estrutura de capital

O parágrafo 19 da norma interpretativa 2 alinha pelo mesmo diapasão, mencionando expressamente o seguinte: «A taxa de desconto é independente da estrutura de capital da entidade e da forma como a entidade financeira financiou a compra do activo, porque os fluxos de caixa futuros que se espera obter de um activo não dependem da forma como a entidade financiou o activo.»

Depreende-se, assim, que, para efeitos de realização de testes de imparidade, estão afastadas as possibilidades de se considerarem estruturas de financiamento es-

pecíficas de determinadas unidades geradoras de caixa, ou mesmo a estrutura de capitais global da entidade como um todo, medida no momento da realização do teste de imparidade. Consequentemente, tudo aponta no sentido de o custo médio ponderado do capital dever ser calculado recorrendo a duas das alternativas já mencionadas:

- A utilização de ponderadores que correspondam ao objectivo da empresa, em termos de percentagem de capital próprio e de capital alheio na estrutura de financiamento;
- A utilização das percentagens médias de capital próprio e de capital alheio usadas no mesmo sector de actividade, admitindo que a tendência da empresa a avaliar será a de convergir no sentido das restantes empresas desse sector.

No caso de a opção recair, como é frequente sobre a segunda possibilidade, estão disponíveis informações agregadas sobre as

estruturas de financiamento em diversas fontes especializadas, sendo de salientar o sítio www.damodaran.com que se constitui, cada vez mais, como uma referência mundial, em matéria de avaliação de empresas.

Taxa de desconto – custo do capital alheio: O custo do capital alheio que deve ser considerado no cálculo do custo médio ponderado do capital é a taxa de juro marginal (*all-in cost*) à qual a empresa consegue financiar-se, no momento em que é efectuado o teste de imparidade. Nas empresas com obrigações cotadas, tal taxa é de cálculo relativamente simples, ponderando a relação entre a cotação da obrigação e a forma como se processa o pagamento dos juros e o reembolso do capital (cálculo de uma taxa implícita).

Damodaran (2000), partindo da assunção de que a taxa de juro contabilística não é uma boa medida (por, entre outras deficiências, se basear em fluxos de financiamento passados), sugere como alternativas de estimação do custo do capital alheio:

- A hipótese de utilizar o custo de capital alheio de uma empresa semelhante com títulos cotados, pressupondo que a empresa objecto de avaliação caminhará no sentido de obter condições semelhantes às empresas que actuam no mesmo sector de actividade;
- A possibilidade de usar a taxa de financiamento de longo prazo obtida recentemente pela empresa;
- Uma metodologia que tenha em consideração a taxa de juro de mercado e o prémio (*spread*) praticado pelas instituições financeiras, em relação à empresa objecto de avaliação.

A primeira alternativa comporta

alguns riscos: utilizar o custo do capital alheio de uma empresa semelhante implica não considerar todos os condicionaismos específicos subjacentes ao processo de contratação do financiamento (existência de garantias, relacionamentos banca-empresa, entre outros).

A segunda e a terceira hipóteses serão mais viáveis, apesar de, no universo das empresas não cotadas, podermos encontrar algumas pequenas entidades que não conseguem obter fundos no mercado de capitais e, algumas vezes, nem sequer têm acesso a financiamento intermediado. Não obstante, para determinar a taxa de custo do capital alheio, o ideal será, então, partir do custo histórico efectivo do financiamento anterior obtido pela empresa em análise e compará-lo com a taxa de mercado contemporânea, para empréstimos com a mesma duração. Deste modo, por diferença, será determinado o prémio pago pela empresa, como compensação pelo seu risco e pela falta de liquidez (no sentido de impossibilidade de negociação, em mercado secundário) da dívida.

Diferencial: correcção

Na hipótese de o tipo de financiamento utilizado pela empresa ser fundamentalmente de curto prazo, e dado que o período de análise é longo, deve ser introduzida uma outra correcção, equivalente ao diferencial, no mercado, entre taxas de curto prazo e de longo prazo – identificável numa curva de rendimentos (*yield curve*).

Na avaliação de empresas, o custo do capital alheio é ainda influenciado pela taxa de imposto sobre o rendimento, uma vez que, na generalidade dos sistemas fiscais,

os juros costumam ser dedutíveis para efeitos de determinação do lucro tributável das sociedades. Consequentemente, a taxa de custo do capital alheio costuma ser multiplicada pelo factor $(1 - \text{Taxa de imposto}^{(8)})$, dando expressão à chamada poupança fiscal do endividamento. No caso específico dos testes de imparidade, este elemento de cálculo não deve ser tido em conta, uma vez que a taxa de desconto que se pretende calcular é uma taxa antes de qualquer efeito fiscal, conforme resulta do parágrafo 25 da NCRF 12, a que já se aludiu.

Taxa de desconto – custo do capital próprio: A determinação da taxa de custo do capital próprio é um dos aspectos que encerra maiores dificuldades, no domínio da avaliação de empresas. Com efeito, ao longo do século XX, vários autores⁽⁹⁾ procuraram definir metodologias de determinação deste custo, sendo de salientar algumas tabelas de escalões de taxas, calculadas em função do risco atribuído à empresa objecto de avaliação.

Apesar da existência destas tabelas de escalões e de outras variantes de cálculo, a forma mais comum de determinação do custo dos capitais próprios é através do modelo de avaliação dos activos financeiros, que se assume, nas finanças empresariais, como o meio mais importante de capturar a relação entre retorno e risco e de aplicar à avaliação de um activo.

$$r_e = r_f + \text{Beta} \times (r_m - r_f)$$

Neste modelo, a taxa de retorno exigida (r_e) é dada pela taxa de retorno de um investimento sem risco (r_f) adicionada de um prémio de risco de mercado ($r_m - r_f$), multiplicado por uma medida de

risco sistemático (o *Beta*), que incorpora a volatilidade do investimento e a correlação entre a evolução do investimento e a evolução do mercado.

As virtudes e deficiências deste modelo têm sido amplamente discutidas, em Finanças Empresariais, com os argumentos a serem dirimidos sempre com base em estudos suportados por dados referentes a empresas cotadas em bolsa. Na perspectiva deste trabalho, questão mais importante residirá em saber se os pressupostos de aplicação do modelo são respeitados quando, com as necessárias adaptações e estimativas, se tenta transportá-lo para o âmbito da avaliação de empresas não cotadas e para o domínio dos testes de imparidade a unidades geradoras de caixa e ao *goodwill*.

Na verdade, o custo do capital próprio derivado através do modelo de avaliação dos activos financeiros pressupõe a existência de informação perfeita, ao alcance dos múltiplos compradores e vendedores que actuam no mercado de capitais, transaccionando posições minoritárias no capital das empresas e sendo detentores de carteiras de investimento diversificadas.

Reflectindo sobre as características das empresas não cotadas e dos respectivos sócios ou accionistas, somos levados a concluir que, não raras vezes:

- Na envolvente deste tipo de organizações, transaccionam-se posições maioritárias no capital;
- Existe uma profunda assimetria de informação entre vendedores e compradores;
- Os sócios ou accionistas não possuem carteiras diversificadas, uma vez que as suas participações financeiras nestas em-

presas costumam representar uma parte significativa do seu capital financeiro (e humano).

A consideração destas características distintivas das empresas não cotadas parece afastar (teoricamente) a possibilidade de utilizar, para efeitos de aferição do valor de uma empresa não cotada, um modelo que pressuponha a eliminação do denominado risco não-sistemático. Não admira, pois, que alguns autores proponham adaptações ao modelo que passa pela introdução de factores de risco não sistemático. Por exemplo:

O modelo de avaliação dos activos financeiros acaba por ser aplicado sem ajustamentos estruturais, mesmo nos cenários em que teoricamente não estão reunidas as condições para tal.

- McMahon e Stanger (1995) defendem, com algum entusiasmo, o modelo de avaliação dos activos financeiros generalizado. O referido modelo segmenta o mercado, não considerando uma carteira global e respectivo retorno, mas sim uma "carteira enviesada", em função da ausência de diversificação, por parte do investidor e o retorno desse segmento (sector de actividade). A principal dificuldade que se coloca é saber se é possível determinar esta medida de retorno desse segmento de investimento;

- Damodaran (2000) defende que o *beta* não é uma boa medida de risco (só traduz o risco de mercado) e sugere o recurso ao cálculo do *beta* total (o *beta* dividido pelo coeficiente de correlação com o mercado).

Todavia, e apesar destas aparentes deficiências, a verdade é que, na prática, o modelo de avaliação dos activos financeiros acaba por ser aplicado sem ajustamentos estruturais, mesmo nos cenários em que teoricamente não estão reunidas as condições para tal. Assim, impõe-se uma reflexão sobre as diferentes componentes do modelo e sobre a forma como podem ser minoradas as dificuldades inerentes à sua aplicação à avaliação de empresas não cotadas, ou à realização de testes de imparidade ao *goodwill*.

Taxa de retorno de um activo sem risco: em Finanças Empresariais, a expressão «activo sem risco» costuma ser associada a obrigações do Tesouro do Estado. Assim, estando Portugal integrado na Zona Euro, devem procurar-se emissões do Estado com melhor *rating* nesta zona monetária (actualmente, a Alemanha), cuja maturidade seja idêntica à da unidade geradora de caixa que pretendemos testar. Por exemplo, se estivermos a testar uma unidade geradora de caixa sem vida útil pré-definida, deve ser usada a taxa de rendimento (*yield*) das obrigações do Tesouro de prazo mais longo (30 anos).

A informação necessária para quantificar este parâmetro encontra-se com facilidade na Internet, nos sítios das principais empresas de informação financeira. A título de exemplo, refira-se: www.bloomberg.com/markets/rates/germany.html.

O *beta* – Um dos elementos fundamentais do modelo de avaliação dos activos financeiros é o denominado *beta*, já definido como sendo uma medida de risco sistemático que incorpora a volatilidade do investimento e a correlação entre a evolução do investimento e a evolução do mercado. O cálculo deste parâmetro costuma ser feito com base em médias históricas de preços registados nos mercados de capitais. Ora, tais elementos não estão disponíveis, no contexto das empresas não cotadas. Damodaran (2000) indica-nos dois caminhos para ultrapassar esta dificuldade:

- Recurso a *betas* contabilísticos – uma metodologia que não colheu grande aceitação prática;
- Recurso aos *betas* de empresas comparáveis ou a *betas* por sector de actividade.

O autor citado mantém um sítio na Internet⁽¹⁰⁾, onde muitos analistas procuram os *betas* sectoriais que, posteriormente, utilizam como estimativa para avaliar empresas não cotadas.⁽¹¹⁾ Crê-se que tal modo de ultrapassar esta dificuldade é perfeitamente adaptável ao caso dos testes de imparidade.

A este propósito saliente-se que o recurso a *betas* comparáveis só é possível no domínio dos chamados «*betas* não alavancados» (isto é, considerando os *betas* que seriam válidos na hipótese de inexistência de dívida). Só assim se consegue salvaguardar as especificidades das estruturas de capitais de cada entidade e introduzir nestes modelos de cálculo a ideia intuitiva segundo a qual os accionistas têm uma maior percepção de risco (e, conseqüentemente, exigem uma taxa de rendibilidade mais elevada) à medida que o nível de endividamento sobe. Segundo

a fórmula de Hamada⁽¹²⁾, a relação existente entre o *beta* com dívida (alavancado) e o *beta* sem dívida (não alavancado) é a seguinte:

$$B_L = B_U \times \left(1 + \frac{D}{S} \times (1 - t)\right)$$

Em que:

- B_L – *Beta* alavancado;
- B_U – *Beta* não alavancado;
- D – Percentagem de capital alheio na estrutura de capitais;
- S – Percentagem de capital próprio na estrutura de capitais;
- t – Taxa marginal de imposto.

É importante referir que, no contexto específico dos testes de imparidade, os *betas* a utilizar (e, portanto, o custo do capital próprio) são mais elevados do que numa avaliação de empresa. Na verdade, a exigência de utilização de uma taxa de desconto antes de impostos faz com que deva ser eliminado da fórmula de cálculo do *beta* alavancado o factor (1 – Taxa de imposto). Trata-se, portanto, de um ajustamento semelhante ao que já foi descrito no âmbito da determinação do custo do capital alheio. O prémio de risco de mercado: qualquer tentativa de utilização, na prática, do modelo de avaliação de activos financeiros implica uma quantificação do prémio de risco de mercado. Estamos perante mais uma área cinzenta no domínio das finanças empresariais, em que surgem dúvidas, tais como:

- O prémio de risco de mercado deve ser estimado com base em dados históricos?
- Caso se opte pela utilização de dados históricos, qual o período de tempo que deve ser considerado, para sustentar os cálculos?
- A média da diferença entre a

rendibilidade do mercado e a rendibilidade de um activo sem risco deve ser aritmética ou geométrica?

De um ponto de vista prático, a opção parece recair no recurso a médias históricas, havendo numerosos estudos académicos que apontam no sentido da utilização de prémios de risco de mercado que, regra geral, se situam no intervalo entre os cinco e os sete por cento. Como curiosidade, no gráfico da página seguinte, apresentam-se os prémios de risco de mercado para alguns países (integrando, naturalmente, uma quantificação do risco-país).

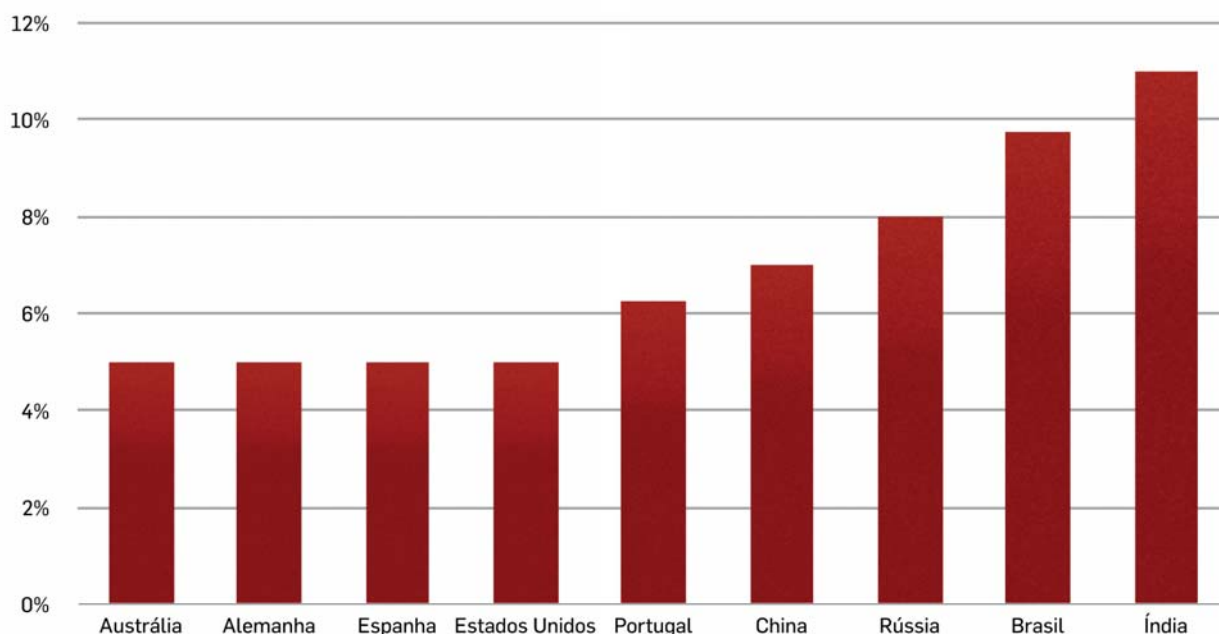
Ajustamentos: como já se referiu, o modelo de avaliação de activos financeiros foi concebido no contexto de grandes empresas, cotadas em bolsa, tendo subjacente uma série de pressupostos que, por norma, não se verificam no caso concreto a que se pretende aplicar o modelo. Como resultado do exposto, a literatura financeira é vasta, no que diz respeito aos ajustamentos que o modelo deve sofrer, para dar resposta a factores como, por exemplo:

- A dimensão da empresa (ou unidade geradora de caixa) que se pretende avaliar (ou testar);
- O facto de se estar a determinar o valor de uma posição maioritária ou minoritária;
- A circunstância de se estar a avaliar títulos representativos do capital de uma sociedade não cotada em bolsa e, conseqüentemente, esses títulos terem menor liquidez.

Descontos

Na prática, está em apreço a introdução, nos trabalhos de avaliação, dos denominados descontos ou prémios. Trata-se de matéria

Prémio de risco de mercado



pouco pacífica (sobretudo devido à falta de objectividade que lhe é inerente), que surge associada à existência (e insusceptibilidade de eliminação) de factores de risco não sistemático⁽¹³⁾.

No que diz respeito especificamente aos testes de imparidade, o parágrafo 18 da norma interpretativa 2 faz referência à necessidade de ajustar o custo médio ponderado do capital:

«(...) estas taxas devem ser ajustadas:

- a) Para reflectir a forma como o mercado avaliaria os riscos específicos associados aos fluxos de caixa estimados do activo; e
- b) Para excluir os riscos que não sejam relevantes para os fluxos de caixa estimados do activo ou para os quais os fluxos de caixa tenham sido ajustados.

Devem ser considerados riscos, tais como o risco de país, o risco de moeda e o risco de preço.»

Deve-se ainda relevar a menção

expressa ao problema da falta de liquidez (conjugação do parágrafo 16-b) com o parágrafo 1-e) da norma interpretativa 2).

Sem prejuízo da eventual introdução dos ajustamentos preconizados pelas normas, não se pode deixar de afirmar que se trata de uma área com muito pouco suporte teórico, em que, consequentemente, quem leva a cabo o teste de imparidade tem maior margem de discricionariedade.

Quanto a estes ajustamentos, é de referir que a norma interpretativa 2 esclarece sobre a necessidade de se ajustar a taxa de desconto quando a sua base de determinação for uma base após impostos. Esta ideia surge, aliás, desenvolvida e exemplificada nas *Basis for Conclusions* da IAS 36⁽¹⁴⁾, em que, inclusivamente, é proposto um polémico⁽¹⁵⁾ processo iterativo para se obter o mesmo valor de uso, consoante se utilize:

- Fluxos de caixa após impostos e

taxa de desconto após impostos;

- Fluxos de caixa antes de impostos e taxa de desconto antes de impostos.

A taxa de desconto antes de impostos a utilizar seria aquela que garantisse que o caminho “B” desse o mesmo resultado (obtenção do mesmo valor de uso) do que o caminho “A”.

Crê-se que este ajustamento não é necessário quando o processo de determinação da taxa de desconto segue, rigorosamente, a metodologia desenvolvida ao longo deste trabalho. Na verdade, a não consideração da «poupança fiscal» associada ao endividamento (quer no cálculo do custo do capital alheio, quer, «via fórmula de Hamada», no cálculo do custo do capital próprio) conduz à obtenção de um custo médio ponderado do capital mais elevado, que pode classificar-se como «uma taxa de desconto antes de impostos», dispensando, assim,

Quadro 3 - Síntese do processo de aquisição

Descrição	Empresa adquirida, S.A. (valores contabilísticos)	Repartição do preço de aquisição
Actos intangíveis identificáveis	-	500
<i>Goodwill</i>	-	5 000
Actos fixos tangíveis	12 800	13 900
Activos correntes	3 000	3 000
Passivos correntes	-1 800	-2 400
Total	14 000	20 000

um processo iterativo que se julga apenas poder ser justificável quando a metodologia de estimação da taxa de desconto seja feita de modo diverso do aqui apresentado e desenvolvido.

Coerência entre a estimativa de fluxos de caixa e a taxa de desconto

A finalizar este capítulo, deve dar-se relevo à necessária articulação entre as estimativas de fluxos de caixa e a determinação da taxa de desconto, no que respeita ao tratamento da inflação. De uma perspectiva teórica, são defensáveis duas alternativas:

- Estimar os fluxos de caixa em termos nominais (isto é, fazendo com que a inflação afecte as previsões de fluxos de caixa), aplicar uma taxa de desconto nominal e, no caso de se utilizar uma perpetuidade, recorrer a uma taxa de crescimento nominal;
- Estimar os fluxos de caixa em termos reais (isto é, sem efeito da inflação), aplicar uma taxa de desconto real e, no caso de se utilizar uma perpetuidade, recorrer a uma taxa de crescimento real.

De um ponto de vista de práticas de avaliação, é frequente a preferência pela primeira hipótese, na medida em que é a única possibilidade de admitir efeitos dife-

renciados da inflação, nas várias rubricas que compõem as estimativas de fluxos de caixa.

As divulgações

A aprovação do novo Sistema de Normalização Contabilística, a que se aludiu no primeiro capítulo, traz consigo um reforço significativo das exigências ao nível da divulgação de informação. Assim, no que diz especificamente respeito aos testes de imparidade ao *goodwill*, são de realçar as disposições contidas nos parágrafos 66-g) e 69 da NCRF 12, que encontram reflexo, respectivamente, nos pontos 13.2 e 13.5 do modelo de anexo apresentado na Portaria n.º 986/2009, de 7 de Setembro:

- Nota 13.2 – «A(s) taxa(s) de desconto usada(s) na estimativa corrente e anterior (se houver) do valor de uso.»
- Nota 13.5 – «Processo subjacente às estimativas usadas para mensurar as quantias recuperáveis das unidades geradoras de caixa que contêm *goodwill* ou activos intangíveis com vidas úteis definidas.»

A normalização contabilística portuguesa (em particular a nota 13.5 do anexo) é suficientemente vaga para permitir um nível de divulgação mais ou me-

nos pormenorizado, em função das circunstâncias concretas. A opção do legislador foi sem dúvida diferente da seguida na IAS 36, em que a informação a divulgar é tipificada com maior pormenor. Atendendo ao carácter menos determinista (neste domínio) da norma portuguesa, é provável que os requisitos exigidos pela IAS 36 sirvam de orientação, pelo que são parcialmente transcritos em seguida, assinalando-se, em itálico, os aspectos julgados mais relevantes:

«134. Uma entidade deve divulgar a informação exigida pelas alíneas a) a f) relativa a cada unidade geradora de caixa (grupo de unidades) para a qual a quantia escriturada de *goodwill* ou activos intangíveis com vidas úteis indefinidas imputados a essa unidade (grupo de unidades) seja significativa em comparação com a quantia escriturada total de *goodwill* ou activos intangíveis com vidas úteis indefinidas da entidade:

- a) A quantia escriturada de *goodwill* imputada à unidade (grupo de unidades);
- b) A quantia escriturada de activos intangíveis com vidas úteis indefinidas imputada à unidade (grupo de unidades);

Quadro 4 - Cálculo de fluxos de caixa

Descrição	1	2	3	4	5
Vendas	14 000	15 400	16 940	17 279	17 625
Custo das vendas	-7 000	-7 700	-8 470	-8 640	-8 813
Gastos administrativos	-1 700	-1 751	-1 804	-1 858	-1 914
Gastos de distribuição	-3 000	-3 090	-3 183	-3 278	-3 376
Outros gastos	-500	-515	-530	-546	-562
"EBITDA"(1)	1 800	2 344	2 953	2 958	2 961
Investimento em capital circulante	-700	-770	-847	-864	-881
Var. investimento em capital circulante (2)	-15	-70	-77	-17	-17
Investimento em capital fixo (3)	-1 000	-1 050	-1 103	-1 158	-1 216
Free cash-flow (1)+(2)+(3)	785	1 224	1 773	1 783	1 727

c) A base sobre que a quantia recuperável da unidade (grupo de unidades) tenha sido determinada (isto é, o valor de uso ou o justo valor menos os custos de vender);
d) Se a quantia recuperável da unidade (grupo de unidades) for baseada no valor de uso:

I) Uma *descrição de cada pressuposto-chave* em que a gerência baseou as suas projecções de fluxos de caixa para o período abrangido pelos orçamentos/previsões mais recentes. Os pressupostos-chave são aqueles relativamente aos quais a quantia recuperável da unidade (grupo de unidades) seja mais sensível;

II) Uma descrição da abordagem da gerência para determinar o(s) valor(es) atribuído(s) a cada pressuposto-chave, quer esse(s) valor(es) sejam) o reflexo de experiência passada ou, se apropriado, sejam consistente(s) com fontes externas de informação e, caso contrário, como e porque diferem da experiência passada ou das fontes externas de informação;

III) O período sobre o qual a gerência projectou fluxos de caixa com base

em orçamentos/previsões financeiros aprovados pela gerência e, quando for usado um período superior a cinco anos para uma unidade geradora de caixa (grupo de unidades), uma explicação da justificação de utilizar um período mais longo,

IV) A *taxa de crescimento usada para extrapolar projecções de fluxos de caixa para além do período abrangido pelos orçamentos/previsões mais recentes*, e a justificação para usar qualquer taxa de crescimento que exceda a taxa média de crescimento a longo prazo para os produtos, indústrias ou país ou países nos quais a entidade opera, ou para o mercado ao qual a unidade (grupo de unidades) se dedicou;

V) A(s) *taxa(s) de desconto* aplicada(s) às projecções de fluxos de caixa.
(...)

f) Se uma alteração razoavelmente possível num pressuposto-chave em que a gerência tenha baseado a sua determinação da quantia recuperável da unidade (grupo de unidades) fizesse com

que a quantia escriturada da unidade (grupo de unidades) excedesse a sua quantia recuperável:

i) A quantia pela qual a quantia recuperável da unidade (grupo de unidades) excede a sua quantia escriturada;

ii) O valor atribuído ao pressuposto-chave,

iii) A quantia pela qual o valor atribuído ao pressuposto-chave deverá ser alterado, após incorporar quaisquer efeitos consequenciais dessa alteração nas outras variáveis usadas para mensurar a quantia recuperável, por forma a que a quantia recuperável da unidade (grupo de unidades) seja igual à sua quantia escriturada.»

Considerando os interesses dos utilizadores da informação contabilística e ponderando a natureza sempre subjectiva da determinação de valores de uso com base numa metodologia de actualização de estimativas de fluxos de caixa futuros, é fundamental que as demonstrações financeiras incluam a divulgação do máximo de informação sobre o modo

Quadro 5 - Cálculo do custo médio ponderado do capital

Estrutura de financiamento	
Peso do capital próprio	60%
Peso do capital alheio	40%
Custo do capital próprio:	
Taxa de retorno activo sem risco	4%
Prémio de risco de mercado	6%
<i>Beta</i> (ponderador de risco) sem dívida	1
<i>Beta</i> (ponderador de risco) com dívida	1.67
Custo médio do capital alheio	5%
Custo médio ponderado do capital	10.40%
Taxa de crescimento perpetuidade	2%

Nota: custo médio ponderado do capital = $60\% \times (4\% + 1.67 \times 6\%) + 40\% \times 5\% = 10.40\%$

como esse valor de uso é calculado. Para ilustrar a importância destas divulgações sobre o modo de concretização prática dos testes de imparidade, salienta-se que, por exemplo, há empresas portuguesas cotadas em bolsa em que o *goodwill* representa mais de 50 por cento do activo. Não será possível formar uma opinião sobre a posição financeira de entidades com estas características sem ter acesso a uma descrição pormenorizada do modo como os testes de imparidade foram levados a cabo e, mesmo assim, tal não será tarefa fácil.

Aplicação prática:

teste de imparidade ao *goodwill*

Nesta aplicação prática, procura-se explorar as consequências de uma concentração de actividades empresariais que consistiu na compra, pela Empresa Adquirente, S.A., de cem por cento do capital da Empresa Adquirida, S.A. (que, neste exemplo, constitui uma única unidade geradora de caixa).

A mencionada aquisição ocorreu

no exercício económico (-1) e foi efectuada pelo preço de 20 000 u. m. No quadro subsequente, estão sintetizados os valores contabilísticos à data de aquisição (segunda coluna), bem como a repartição do preço de aquisição e a evidenciação do *goodwill* inerentes a esta concentração de actividades⁽¹⁶⁾ (quadro 3).

Nos termos da disposição contida no parágrafo 45 da NCRF 12, o *goodwill* que foi determinado tem de ser sujeito a um teste anual⁽¹⁷⁾ de imparidade. Assim, no momento 0, foi levado a cabo um teste deste tipo, tendo, para o efeito sido recolhida a seguinte informação previsional sobre a unidade geradora de caixa cuja eventual imparidade se pretende testar:

a) Pressupostos de exploração para os primeiros cinco anos, constantes dos orçamentos aprovados pelo órgão de gestão:

- Vendas: 14 000 u.m. no ano 1, sujeitas a um crescimento nominal de dez por cento (anos 2 e 3) e de dois por cento nos anos 4 e 5;
- Custo das vendas: 50 por cento

do valor das vendas;

- Gastos administrativos: 1 700 u.m. no ano 1, sujeitas a um crescimento nominal de três por cento nos períodos subsequentes;
- Gastos de distribuição: 3 000 u.m. no ano 1, sujeitas a um crescimento nominal de três por cento nos períodos subsequentes;
- Outros gastos: 500 u.m. no ano 1, sujeitas a um crescimento nominal de três por cento nos períodos subsequentes;
- Investimento em capital circulante: montante equivalente a cinco por cento das vendas (no primeiro ano, o investimento incremental necessário é de 15 u.m.);
- Investimento de substituição em capital fixo: 1 000 u.m. no ano 1, sujeitas a um crescimento nominal de cinco por cento nos períodos subsequentes.

Com base nos pressupostos enunciados, é possível construir o quadro 4, em que se calculam os fluxos de caixa para os cinco primeiros anos de exploração desta unidade geradora de caixa (quadro 4).

Quadro 6 - Determinação do valor de uso

Descrição	1	2	3	4	5	Perpetuidade
<i>Free cash-flow</i>	785	1 224	1 773	1 783	1 727	20 973
Factor de capitalização/actualização	1 104	1 219	1 346	1 486	1 640	1 640
<i>Free cash-flow</i> actualizado	711	1 004	1 318	1 200	1 053	12 788
Valor de uso da UGC	18 074					

b) Pressuposto de exploração para os anos posteriores ao quinto: fluxo de caixa idêntico ao do quinto ano, sujeito a uma taxa de crescimento nominal de dois por cento.

c) Pressupostos financeiros:

- Estrutura óptima de capitais composta por 60 por cento de capital próprio e 40 por cento de capital alheio;
- Taxa de rendibilidade de um activo sem risco: quatro por cento;
- Prémio de risco de mercado: seis por cento;
- Beta (ponderador de risco), na ausência de dívida⁽¹⁸⁾: 1;
- Taxa de custo do capital alheio: cinco por cento.

Este conjunto de pressupostos permite calcular o custo médio ponderado do capital da Empresa Adquirente, S.A. (Quadro 5).

Nota: custo médio ponderado do capital = $60\% \times (4\% + 1.67 \times 6\%) + 40\% \times 5\% = 10.40\%$

Depois de enunciados os pressupostos e efectuados os cálculos auxiliares que se apresentaram, estão reunidas as condições para determinar o valor actual dos fluxos de caixa futuros associados a esta unidade geradora de caixa (quadro 6).

O cálculo do valor da perpetuidade (20 973 u.m.) foi efectuado do seguinte modo:

- Numerador: *free cash-flow* do quinto ano, sujeito a uma taxa de crescimento de dois por cento (1 727 u.m. x 1.02);
- Denominador: taxa de custo médio ponderado do capi-

tal (10.4%) deduzida da taxa de crescimento nominal do *free cash-flow* (2%).

Conforme é observável na tabela anterior, o valor de uso atribuído a esta unidade geradora de caixa é de 18 074 u.m., inferior, portanto, à quantia escriturada que, como se indicou no quadro 3, é de 20 000 u.m. Consequentemente, torna-se necessário reconhecer, nos resultados do período da Empresa Adquirente, S.A., uma perda por imparidade no *goodwill*, no montante de 20 000 u.m. - 18 074 u.m. = 1 926 u.m., como resulta da conjugação dos parágrafos 45, 52 e 29 da NCRF 12.

Conclusão

Este trabalho procurou demonstrar o reforço da ligação entre a contabilidade e a avaliação de empresas, como consequência da aprovação do novo Sistema de Normalização Contabilística. Esse reforço decorre da necessidade de se utilizarem técnicas de avaliação de empresas para determinar o valor de certas estimativas requeridas para a elaboração de demonstrações financeiras.

Sem prejuízo de se encontrarem outros pontos de ligação, a análise foi centrada no domínio da realização de testes de imparidade ao *goodwill* (nos casos em que há uma associação deste *goodwill* a uma unidade geradora de caixa). Procurou-se demonstrar a possibilidade de aplicar as “boas práticas” de avaliação de empresas (nome-

adamente, o método *discounted cash-flow*) quando, nos referidos testes, se pretende determinar o denominado valor de uso.

Tendo em consideração a redacção das disposições contidas na NCRF 12 (ou na IAS 36), a aplicação das referidas “boas práticas” de avaliação de empresas requer algumas adaptações que, como se tentou evidenciar (inclusive com recurso a um exemplo prático), são perfeitamente exequíveis e, em larga medida, compatíveis com os modelos teóricos desenvolvidos em Finanças Empresariais.

Ponderando a subjectividade inerente a estes processos de estimativa de “valores de uso”, chama-se a atenção para a extrema importância que adquirem as divulgações requeridas pelas normas contabilísticas, quanto à aplicação prática de todos os conceitos explorados ao longo deste trabalho. Só assim será conferida aos utilizadores da informação a possibilidade de emitir um juízo de valor sobre a posição financeira da entidade cujas demonstrações financeiras se pretende analisar.⌘

(ARTIGO RECEBIDO EM MARÇO DE 2010)

Bibliografia disponível para consulta em www.otoc.pt (Documentação - Downloads)

*Economista

TOC n.º 3 909

Docente convidado da Faculdade de Economia do Porto e da

EGP – University of Porto Business School