



parte 3 - **avaliação de empresas**

Luis Lima Santos

Associação Nacional de Jovens Empresários - Porto, 14 de Abril de 1999

**objectivos**

**avaliação de empresas**

esclarecer o objecto de avaliação: empresas? negócios? ou...

definir uma metodologia

ilustrar alguns métodos

**questões em aberto**

a credibilidade duma avaliação:

o que avaliar?

qual o método adequado?

**avaliação de empresas**

afinal, em que consiste?

algumas razões

trabalhos preparatórios

posição da *FEE*

métodos de avaliação

simulação da casos

**afinal, em que consiste?**

avaliar a empresa como um todo?

avaliar a empresa elemento a elemento?

avaliar o negócio?

avaliar as expectativas?

o conceito de valor é, . . ., subjectivo  
(no tempo e no espaço)

**razões para a avaliação**

- transmissão gratuita de um património  
doação (*inter vivos*) e herança (*mortis causa*)
- transmissão onerosa de um património  
trespasse (ENI), cessão (SD) e alienação (SA)
- divisão de um património
- admissão de acções à cotação na bolsa
- negociação de acções p/ gerir carteira de títulos
- OPA e OPV**
- fusões e aquisições
- dissolução e liquidação
- motivações de gestão

**trabalhos preparatórios**

- organização de um sistema actualizado de informação  
**jurídica**  
**económico-financeira**  
**recursos**
- levantamento do sistema de controlo interno
- realização de uma auditoria contabilística**

**princípios a observar**  
**FEE (empresa em continuidade)**

- unidade de avaliação** (todo ≠ Σ partes)
- análise de eventuais efeitos de sinergia**  
(fusões e aquisições)
- avaliar expectativas** (inf'Cb últimos 3 anos,  
não subtrai atenção ao lucro / dividendo esperado)
- indicar oportunidades relevantes**
- interesses minoritários** ⇒ informação adicional
- alterações membros dos órgãos A/D/F/G**  
(considerar efeitos)

**princípios a observar**  
**FEE (empresa em continuidade)**

- separação dos activos**  
(operacionais e não operacionais)
- valor de liquidação é, em regra, o menor**
- pressupostos subjacentes**  
(consistentes, claros e discriminados)
- relatório de avaliação**  
âmbito de actuação do perito contabilista  
fontes de informação e natureza dos dados  
descrição dos métodos de avaliação utilizados  
pressupostos vs risco e incerteza  
outras informações

**métodos**

**património**

**rendimento**

**mistos**

**património**


- valor contabilístico**
- valor intrínseco**
- valor substancial**
- valor de liquidação**
- valor de substituição**

**rendimento**

lucro normal capitalizado

dividendos actualizados

CISD (Art.º 20.º)



**mistos**


indirecto

directo

actualização renda *GoodWill*

multiplicador volume vendas

multiplicador *Cash Flow*



**simulação de casos**

**património**

**rendimento**

**mistos**



# AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

## BASE PATRIMÓNIO - VALOR CONTABILÍSTICO (MATEMÁTICO, *BOOK VALUE*)

Valor da Empresa = CP = A - P

$$= B + D - O = Pa$$

^ valor de uma quota =  $Pa \times \% \text{ participação}$

^ valor de uma acção =  $Pa / n.^{\circ} \text{ acções}$



simples, objectivo e comprovável



para empresas recentes valor contabilístico  $\approx$  valor real



contabilidade c/ "espelho" do passado  $\Rightarrow$  desactualização



contabilidade c/ suporte fiscal e não c/ informação p/ apoio à gestão



valor real dos elementos  $Pa$  é  $\neq$  do seu valor contabilístico



contabilidade utiliza estimativas p/ mensurar incertezas



reintegrações podem não traduzir o desgaste efectivo



inconsistência na aplicação (pcga e critérios valorimétricos)



ajustamentos monetários (IC)  $\Rightarrow$  excedentes (não realizados) (CP)










$\exists$  activos e passivos não registados na contabilidade

# AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

## BASE PATRIMÓNIO - VALOR INTRÍNSECO (MATEMÁTICO CORRIGIDO)

$$\begin{aligned}\text{Valor da Empresa} &= Pa^{\text{corr}} \\ &= CP^{\text{corr}} \\ &= A^{\text{corr}} - P^{\text{corr}} \\ &= B^{\text{corr}} + D^{\text{corr}} - O^{\text{corr}}\end{aligned}$$

-  mais objectivo (coeficientes desvalorização monetária ou preços mercado credíveis)
-  comprovável
-  a maior objectividade sugere a adequação ao conceito de justo valor?

-  ... (valor contabilístico)
-  correcções objectivas não eliminam sujeição a correcções subjectivas
-  valor de mercado (bens novos) = valor de substituição (bens usados)?
-  valor real dos elementos  $Pa$  é  $\neq$  do seu valor contabilístico

# AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

## BASE PATRIMÓNIO - VALOR SUBSTANCIAL (DE CONTINUAÇÃO)

$$\text{Valor da Empresa} = A_{op}^{corr} - P_{op}^{corr}$$

∨

$$= CP^{corr} \text{ após auditoria}$$


∨

$$= A^{reav} - P^{reav}$$

 aproximação ao valor económico  $\Rightarrow$  concepção dinâmica da empresa

 bom indicador se utilizado com outros critérios

 ... (valor intrínseco)

 não  $\exists$  consenso acerca do conceito

 correcções e reavaliações subjectivas

# AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

## BASE PATRIMÓNIO - LIQUIDAÇÃO

---

Valor da Empresa = Activo (elemento a elemento) após liquidação dos passivos



o valor que, na realidade, o mercado paga...



utopia do justo valor... processo célere  $\Rightarrow$  mais baixo valor



de todos os critérios, provavelmente, o que  $\Rightarrow$  o valor mais baixo

# AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

## BASE PATRIMÓNIO - SUBSTITUIÇÃO (RECONSTITUIÇÃO)

---

Valor da Empresa = Preço actual<sup>NOVO</sup> (elemento a elemento) - desgaste (elementos)  
= Valor necessário para reconstruir o Pa actual

 maior actualização por ajustamento a preços de mercado

 será uma tentativa de aproximação a um valor adequado?

 menor objectividade

 utopia do justo valor

 é, realmente, o valor necessário para investir numa empresa igual?

# AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

## BASE RENDIMENTO - LUCRO NORMAL CAPITALIZADO (RENDIBILIDADE PASSADA)

Valor da Empresa =  $\text{Lucro}^{\text{normal}} \text{ Médio} / i$

$\wedge \text{Lucro}^{\text{normal}} = \text{RL} - \text{Rext} - \text{Rfin} \pm \Delta^{\text{reintegrações}}$

$\wedge i =$  taxa de juro diversas aplicações de capitais (remuneração pretendida)



assenta no lucro médio capitalizado



taxa capitalização = taxa juro várias aplicações capitais c/ = grau risco



resultados passados  $\Rightarrow$  recurso a elementos contabilísticos



utilização anos com resultados "anormais"  $\Rightarrow$  distorções

# AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

## BASE RENDIMENTO - DIVIDENDOS ACTUALIZADOS (RENDIBILIDADE FUTURA)

Valor da Empresa = Rendibilidade Esperada /  $i$

^ Rendibilidade Esperada = RL? Lucro/Dividendos? *Cash Flow*?

^  $i$  = taxa de juro diversas aplicações de capitais (remuneração pretendida)

∨

Valor da empresa =  $P_0 \times n.$ º de acções

$P_0$  = valor de uma acção


$$P_0 = Div_1 \times (1+r)^{-1} + Div_2 \times (1+r)^{-2} + \dots + Div_n \times (1+r)^{-n} + P_n \times (1+r)^{-n}$$

$$\wedge (n \rightarrow \infty, P_n \rightarrow 0) \Rightarrow P_0 = Div_1 \times (1+r)^{-1} + Div_2 \times (1+r)^{-2} + \dots + Div_n \times (1+r)^{-n}$$

 assenta em fluxos de tesouraria futuros ∴ teoricamente mais correcto


 utiliza a actualização dos resultados futuros

(valor \$ disponível hoje ≠ valor \$ disponível futuro ∴ tempo+incerteza justificam actualização)

 atende à inflação (actualização resultados futuros) ⇒ comparabilidade

 escolha índice (que reflecta < poder de compra do dinheiro) ⇒ dificuldades

 taxa actualização = COC ≈ diversas aplicações alternativas

 taxa actualização = taxa retorno esperada p/ investidores (CP + CA)

 menos objectivo

# AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

## BASE RENDIMENTO - CISD (ART.º 20.º)

---

$$\text{Valor da Empresa} = \frac{1}{2} [S + (R_1 + R_2)] \times F$$

^ S = Valor Intrínseco v Valor Substancial

^ R<sub>1</sub>, R<sub>2</sub> = RL dos dois últimos anos

^ F = Factor de capitalização (Portaria)



factor de capitalização é oficial



na prática aplica-se na transmissão gratuita de acções de SGPS (e a sociedades tributadas pelo lucro consolidado) ⇒ grandes dificuldades...

**CSISD020 - Artigo 20.º****CSISD020 - Artigo 20.º**

O imposto sobre as sucessões e doações e doações será liquidado pelo valor dos bens transmitidos.

§ 1.º Se os bens forem expropriados por utilidade pública antes da liquidação, nas condições do § 1.º do artigo 19.º, ou houver avaliação nos termos deste diploma, o seu valor será o indicado naquele parágrafo ou o apurado na avaliação.

*V. os arts. 31.º e 79.º, n.º 7.*

§ 2.º Nos demais casos, o valor dos imóveis será o patrimonial constante da matriz, salvo se em inventário ou título de partilhas lhes for atribuído valor superior, sendo o valor dos imobiliários que não possa determinar-se pela matriz, assim como os dos mobiliários, o declarado na relação dos bens a que se refere o artigo 67.º, excepto se houver inventário ou título de partilhas, porque, neste caso, será o que os bens aí tiverem.

§ 3.º Os disposto no parágrafo anterior não prejudicará, porém, a aplicação das seguintes regras:

1.ª Tratando-se de moedas nacionais ou estrangeiras sem cotação em Portugal, servirá de base à liquidação o seu valor numismático, indicado pela Casa da Moeda, ou, se o não tiverem, o valor constante da certidão passada pelo avaliador oficial; tratando-se de objectos de ouro, jóias, pratas, pedras preciosas e semelhantes, servirá igualmente de base à liquidação este último valor, salvo, em todos os casos, se em inventário ou título de partilhas for dado a quaisquer desses bens valor superior;

*V. os arts. 68.º e 79.º, n.º 3.º.*

2.ª O valor do estabelecimento comercial, industrial ou agrícola determinar-se-á pelo último balanço, a menos que, sendo partilhado ou liquidado judicialmente, se lhe atribua valor diverso, ou, sendo liquidado ou partilhado extrajudicialmente, se lhe atribua valor superior. Para efeitos da presente regra, considera-se estabelecimento agrícola aquele que dê origem a actividade tributada, nos termos do Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares (IRS), nas categorias C e D.

Não havendo balanço, partilha ou liquidação, o valor do estabelecimento será o indicado na relação de bens;

*V. o art. 69.º, al. e).*

3.ª O valor das quotas ou partes em sociedades que não sejam por acções determinar-se-á pelo último balanço, ou pelo valor atribuído em partilha ou liquidação dessa sociedades, ou na relação dos bens, nos termos da regra antecedente, salvo se, não continuando as sociedades com o herdeiro, legatário ou donatário do sócio falecido ou doador, o valor das quotas ou partes tiver sido fixado no pacto social;

*V. o art. 69.º al. e).*

4.<sup>a</sup> Se o último balanço precisar de ser corrigido, o valor do estabelecimento ou das quotas e partes sociais determinar-se-á, quando for caso disso, pelo balanço resultante das correcções feitas;

5.<sup>a</sup> O valor das acções, títulos e certificados da dívida pública e outros papéis de crédito será o da cotação na data da transmissão e, não a havendo nesta data, o da última mais próxima dentro dos 6 meses anteriores.

Na falta de cotação oficial nessas condições, observar-se-á:

*V. o art. 68.º*

a) O valor das acções será o correspondente ao seu valor nominal, quando o total do valor assim determinado, relativamente a cada sociedade participada, correspondente às acções transmitidas, não ultrapassar 100 000\$ e o que resultar da aplicação da seguinte fórmula nos restantes casos.

$$V_a = (1 / 2n) * [ S + ((R1 + R2) / 2) * f ]$$

em que:

$V_a$  - Representa o valor de cada acção à data da transmissão;

$n$  - É o número de acções representativas do capital da sociedade participada;

$S$  - É o valor substancial da sociedade participada, o qual será calculado a partir do valor contabilístico correspondente ao último exercício anterior à transmissão com as correcções que se revelem justificadas, considerando-se, sempre que for caso disso, a provisão para impostos sobre lucros;

$R1$  e  $R2$  - São os resultados líquidos obtidos pela sociedade participada nos dois últimos exercícios anteriores à transmissão, considerando-se  $R1 + R2 = 0$ , nos casos em que o somatório desses resultados for negativo;

$f$  - É o factor da capitalização dos resultados líquidos que será apurado pela Direcção-Geral das Contribuições e Impostos, com base na taxa básica de desconto do Banco de Portugal em vigor na data da transmissão.

No caso de sociedades constituídas há menos de dois anos, quando tiver de recorrer-se ao uso da fórmula, o valor das respectivas acções será o que lhes corresponder no valor substancial, ou seja,

$$V_a = S / n$$

*V. os arts. 69.º, al. C''), 77.º e 87.º, n.º 3.º*

b) Os títulos e certificados da dívida pública e outros papéis de crédito para os quais não se estabelecem neste Código regras próprias de valorização serão tomados pelo valor indicado pela bolsa nos termos da alínea c) do artigo 69.º que resultar da aplicação da fórmula:

$$V_t = (N + J) / (1 + rt / 1200)$$

em que:

$V_t$  - Representa o valor do título à data da transmissão;

N - É o valor nominal do título;

J - Representa o somatório dos juros calculados deste o último vencimento anterior à transmissão até à data da amortização do capital, devendo o valor apurado ser reduzido a metade quando os títulos estiverem sujeitos a mais de uma amortização;

r - É a taxa de desconto implícita no movimento do valor das obrigações e outros títulos, cotados na bolsa, a qual será fixada anualmente por portaria do Ministro de Estado e das Finanças e do Plano, sob proposta da Direcção-Geral das Contribuições e Impostos, após audição das bolsas de valores;

t - É o tempo que decorre entre a data da transmissão e a da amortização, expresso em meses e arredondado por excesso, devendo o número apurado ser reduzido a metade quando os títulos estiverem sujeitos a mais de uma amortização.

Os certificados de aforro e, bem assim, quaisquer outros títulos ou certificados da dívida pública cujo valor não possa determinar-se por esta forma serão considerados pelo valor indicado pela Junta do Crédito Público.

*V. o art. 69.º, al. e)*

5.ª - A Exceptuam-se do disposto na regra anterior os seguintes casos especiais:

*V. o art. 68.º*

a) Tratando-se de sociedades liquidadas ou partilhadas, o valor das acções será o que lhes for atribuído nessa liquidação ou partilha, mas, se a sociedade for liquidada ou partilhada extrajudicialmente, tal valor será confrontado com o que resultar da aplicação da alínea a) da regra anterior para escolha do maior;

*V. arts. 69.º, als. c" e c"', 77.º e 87.º, 3.*

b) O valor dos títulos representativos do capital de cooperativas será o correspondente ao seu valor nominal;

*V. art. 69.º, als. c e c''''*

c) O valor das acções que apenas dão direito a participação nos lucros será o que resultar da multiplicação da média do dividendo distribuído nos 2 exercícios anteriores ao da transmissão pelo factor *f* mencionado na alínea a) da regra anterior;

*V. art. 69.º, al. c''''*

6.ª O valor do direito ao arrendamento será igual a vinte vezes a diferença, para mais, entre a renda e a vigésima parte ou a décima quinta parte do valor patrimonial, consoante se trate de prédios rústicos ou urbanos;

7.ª Na determinação dos valores da propriedade do solo e do direito de superfície, quando este direito for temporário, observar-se-ão as seguintes regras:

a) Se ao tempo da constituição do direito de superfície ainda não estavam terminadas as obras ou ultimadas as plantações, o valor da propriedade do solo, antes ou depois da conclusão das obras ou das plantações, será determinado, nos termos da regra 15.ª do artigo 31.º, com base no valor do

terreno; e o valor do direito de superfície, depois deste último momento, será o valor total do prédio, deduzido o valor da propriedade do solo nessa altura, determinado nos mesmos termos;

b) Nos demais casos, o valor da propriedade do solo será determinado nos termos da regra 15.<sup>a</sup> do artigo 31.º e o do direito de superfície segundo a regra 16.<sup>a</sup> do mesmo preceito;

8.<sup>a</sup>. O valor dos certificados de participação em fundos de investimento mobiliários ou imobiliários será o do reembolso, à data da transmissão, determinado nos termos da legislação aplicável.

home page 

# AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

## BASE MISTA - INDIRECTO (COMPLETO, ALEMÃO, PRÁTICO)

$$\text{Valor da Empresa} = [ \text{Valor Intrínseco} + (\text{Lucro}^{\text{normal}} \text{ Médio} / i) ] / 2$$

Nota:  $(\text{Lucro}^{\text{normal}} \text{ Médio} / i) = \text{Lucro Normal Capitalizado}$

$$\text{GoodWill} = \text{Valor da Empresa} - \text{Valor Intrínseco}$$

∴

$$\text{Valor da Empresa} = \text{GoodWill} + \text{Valor Intrínseco}$$

$$\text{GoodWill} = (\text{Lucro Normal Capitalizado} - \text{Valor Intrínseco}) / 2$$

 assenta num valor patrimonial + lucro normal capitalizado

 assume o *GoodWill*:

(estilo direcção... clima social... ambiente externo... trespasses)

(excedente do valor global empresa s/ partes que a constituem : valoração efeito sinergia)

 não actualiza o *GoodWill*

# AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

## BASE MISTA - DIRECTO (SIMPLIFICADO, ANGLO-SAXÓNICO, CLÁSSICO)

Valor da Empresa = Valor Intrínseco + *GoodWill*

$$= (A^{\text{corr}} - P^{\text{corr}}) + \textit{GoodWill}$$

$$\textit{GoodWill} = \{ \text{Lucro}^{\text{normal}} \text{ Médio} - [(A^{\text{corr}} - P^{\text{corr}}) \times i] \} / i'$$

∨

Valor da Empresa = Valor Substancial + *GoodWill*

$$= (Aop^{\text{corr}} - Pop^{\text{corr}}) + \textit{GoodWill}$$

$$\textit{GoodWill} = \{ \text{Lucro}^{\text{normal}} \text{ Médio} - [(Aop^{\text{corr}} - Pop^{\text{corr}}) \times i] \} / i'$$

∧ i = taxa de juro diversas aplicações de capital

∧ i' = taxa de capitalização do *GW*

nota importante:  $i' > i$



assenta num valor patrimonial + *GW*



assume o *GoodWill*.

(estilo direcção... clima social... ambiente externo... trespasse)

(excedente do valor global empresa s/ partes que a constituem : valorização efeito sinergia)



utiliza-se o valor Intrínseco ∨ valor Substancial ⇒ falta de consenso



quando ( $i' = 2 \times i$ ) ⇒ Directo = Indirecto

# AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

## BASE MISTA – ACTUALIZAÇÃO DA RENDA DO GOODWILL

Valor da Empresa = Valor Intrínseco + *GoodWill*

$$= (A^{\text{corr}} - P^{\text{corr}}) + \textit{GoodWill}$$

$$\textit{GoodWill} = \left\{ \text{Lucro}^{\text{normal}} \text{ Médio} - [(A^{\text{corr}} - P^{\text{corr}}) \times i] \right\} \times \frac{1 - (1 + i')^{-n}}{i'}$$

∨

Valor da Empresa = Valor Substancial + *GoodWill*

$$= (Aop^{\text{corr}} - Pop^{\text{corr}}) + \textit{GoodWill}$$

$$\textit{GoodWill} = \left\{ \text{Lucro}^{\text{normal}} \text{ Médio} - [(Aop^{\text{corr}} - Pop^{\text{corr}}) \times i] \right\} \times \frac{1 - (1 + i')^{-n}}{i'}$$

∧  $i$  = taxa de juro diversas aplicações de capital

∧  $i'$  = taxa de actualização do *GW*

nota importante:  $i' > i$



... (Directo)



método directo "aperfeiçoado"



facilidade de calcular a actualização (com tabelas de calculo financeiro)



utiliza-se o valor Intrínseco ∨ valor Substancial ⇒ falta de consenso

# AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

## BASE MISTA - MULTIPLICADOR DO VOLUME DE VENDAS

---

Valor da Empresa = (Vendas + Prestações de Serviços) × coeficiente  
^ coeficiente = [2,3]



muito utilizado na actividade comercial...



muito vago... porquê o coeficiente 2 ou 3?

# AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

## BASE MISTA - MULTIPLICADOR DO *CASH FLOW*

---

Valor da Empresa = (*Cash Flow* Médio) × coeficiente

^ coeficiente = [4,6]



alternativa ao Multiplicador do Volume de Vendas



muito vago... porquê o coeficiente 4, 5 ou 6?