



# newsletter

---

Nº 80 – SETEMBRO / 2013

---

OLIVEIRA REGO E ASSOCIADOS, SROC

Avª Praia da Vitória, nº 73 – 2º Esq. 1050-183 Lisboa Tel.: 21 315 26 72 / 21 315 97 59 Fax: 21 315 99 36 [info@oliveirarego.pt](mailto:info@oliveirarego.pt)  
Inscrita na C.M.V.M. com o n.º 218 e na Ordem dos R.O.C. com o n.º 46 Contribuinte n.º 501 794 662

# ORA newsletter

---

**Nº 80 – SETEMBRO/2013**  
(circulação limitada)

## Assuntos em Destaque

<b>Resumo Fiscal/Legal – Agosto de 2013</b>	<b>2</b>
<b>Avaliação de Empresas</b>	<b>3</b>
<b>Revisores e Auditores</b>	<b>8</b>

## **LEGISLAÇÃO FISCAL/LEGAL**

**Comissão do Mercado de Valores Mobiliários - Regulamento da CMVM n.º 4/2013, de 1 de Agosto** - Aprova normas de governo das sociedades cotadas em bolsa.

**Ministério das Finanças - Portaria n.º 255/2013, de 12 de Agosto** - Aprova os novos modelos de impressos relativos aos anexos que fazem parte integrante do modelo da declaração periódica de IVA, bem como as respectivas instruções de preenchimento.

**Assembleia da República - Lei n.º 56/2013, de 14 de Agosto** - Altera (primeira alteração) a Lei n.º 103/97, de 13 de Setembro, que estabelece o regime fiscal específico das sociedades desportivas.

**Assembleia da República - Lei n.º 69/2013, de 30 de Agosto** - Quinta alteração ao Código do Trabalho, aprovado pela Lei n.º 7/2009, de 12 de Fevereiro, ajustando o valor da compensação devida pela cessação do contrato de trabalho.

**Assembleia da República - Lei n.º 70/2013, de 30 de Agosto** - Estabelece os regimes jurídicos do fundo de compensação do trabalho, do mecanismo equivalente e do fundo de garantia de compensação do trabalho.

**Presidência do Conselho de Ministros - Resolução do Conselho de Ministros n.º 57-A/2013, de 30 de Agosto** - Aprova o caderno de encargos do processo de reprivatização das empresas seguradoras do grupo Caixa Geral de Depósitos, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 80/2013, de 12 de Junho.

2/8

# ORA newsletter

---

Nº 80 – SETEMBRO/2013  
(circulação limitada)

## AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Existem diversos modelos de avaliação de empresas/projectos, nomeadamente o modelo do Discounted Cash Flow (DCF), o modelo do Economic Value Added (EVA), a avaliação por múltiplos de mercado, entre outros. Neste artigo apresentaremos uma breve introdução ao modelo de avaliação DCF.



### Modelo do Discounted Cash Flow

O modelo DCF determina o valor da empresa numa perspectiva dinâmica, considerando que o seu valor não depende da sua situação actual nem do passado, mas sim da sua capacidade para gerar fluxos monetários (cash flows<sup>1</sup>) no futuro.

Para se determinar o valor da empresa são, normalmente, considerados dois períodos distintos: (i) um período inicial, designado de horizonte previsional durante o qual os cash flows são explicitamente estimados e que corresponde a um período de crescimento; e (ii) um período de continuidade, geralmente perpétuo, para o qual os cash flows não são explicitamente calculados, sendo apurado o valor residual, e que corresponde a um período de estabilidade.

Para ambos os períodos atrás referidos determina-se o Free Cash Flow to the Firm (FCFF), que traduz a diferença entre o cash inflow (entrada de fundos) e o cash outflow (saída de fundos) que resultam do ciclo das operações de exploração da empresa. O **cash inflow** depende do nível dos gastos e dos rendimentos de exploração, ou seja, do EBIT, ao qual devem ser deduzidos os impostos e adicionadas as amortizações do exercício, uma vez que se tratam de gastos não desembolsáveis. Por sua vez, o **cash outflow** representa o esforço de investimento associado à exploração que a empresa terá de efectuar para manter um determinado nível de actividade em termos de imobilizado/capital fixo e working capital (capital circulante).

$$FCFF = EBIT \times (1-t) + \text{Amortizações} - \text{Investimento em capital Fixo} - \text{Investimento em Working Capital}$$

Os FCFF's apurados para cada período são actualizados a uma taxa de desconto apropriada para a data de referência da avaliação, gerando assim o valor da empresa (Enterprise Value).

---

<sup>1</sup> Ao longo deste artigo são usadas as terminologias “cash flow” e “fluxos de caixa” por facilidade de apresentação embora com o mesmo significado.

# ORA newsletter

---

**Nº 80 – SETEMBRO/2013**  
(circulação limitada)

Finalmente, para se obter o valor do capital (Equity Value), deverá ser adicionado ao Enterprise Value o valor de mercado dos activos extra-exploração, os quais englobam geralmente disponibilidades e aplicações financeiras de curto prazo e cash flows de investimento em actividades extra-exploração, cujos cash flows não foram incorporados no cálculo do FCFF.

## **projecção de Cash Flows**



Atendendo a que é impraticável determinar os cash flows até ao infinito, deve definir-se um período de projecção, ou seja o horizonte previsional, o qual deverá ter uma amplitude que permita à empresa atingir um nível estável de receitas, ou reflectir um ciclo operacional completo no caso das indústrias mais cíclicas. O horizonte previsional é constituído pelo período de tempo em que o analista dispõe de informação mais precisa sobre o futuro da empresa. Tipicamente é necessário um período de projecção de pelo menos cinco anos, embora este possa variar de acordo com a indústria e/ou com o sector.

As projecções dos cash flows devem basear-se em pressupostos razoáveis e suportáveis que representem a melhor estimativa da empresa atendendo às condições económicas que existirão nos períodos subsequentes. Pode-se usar informação dos orçamentos/previsões financeiros, no entanto deve ser dada maior ponderação a evidências externas.

A razoabilidade dos pressupostos em que se baseiam as projecções correntes dos cash flows pode ser avaliada analisando-se as diferenças entre projecções passadas dos cash flows e os cash flows reais, devendo os pressupostos ser consistentes com desfechos passados reais, desde que os efeitos de acontecimentos ou circunstâncias subsequentes, que não existiam quando esses cash flows reais foram gerados, tornem este requisito apropriado.

## **Valor residual**

No final do período de projecção, deve-se estimar o valor residual, existindo duas possibilidades de cálculo: (i) assumindo a liquidação do investimento (perspectiva da liquidação), estando associada a venda ou re-utilização do negócio ou dos activos; ou (ii) assumindo a continuidade do investimento (perspectiva da continuidade), estando associada a continuidade do negócio em velocidade cruzeiro.

# ORA newsletter

---

**Nº 80 – SETEMBRO/2013**  
(circulação limitada)

Na perspectiva de continuidade, para se determinar o valor residual, deverão ser assumidos pressupostos de estabilidade e velocidade cruzeiro. Deste modo, procede-se à extrapolação das projecções efectuadas no período inicial, aplicando-se uma taxa de crescimento estável para os anos subsequentes. O valor residual representa frequentemente a maior percentagem do valor da empresa, pelo que o seu cálculo assume uma importância decisiva no processo de avaliação.

Na determinação da taxa de crescimento deve-se ter em atenção o princípio da prudência, não devendo a mesma ser superior à taxa de inflação esperada no longo prazo.

Evidencia-se que um crescimento real positivo pressupõe a capacidade da empresa para inovar de forma sustentada, para criar novos produtos, marcas, tecnologias e processos produtivos, capacidade para ultrapassar a concorrência, etc. Quando as condições económicas forem favoráveis, é provável que concorrentes entrem no mercado e restrinjam o crescimento, pelo que as entidades terão dificuldade em exceder a longo prazo a taxa histórica média de crescimento dos produtos, sectores industriais, ou país ou países em que a entidade opera.



O cálculo do valor residual considera assim o potencial do negócio para além do período de projecção, de acordo com o país e o sector em que se insere, nomeadamente a expectativa de crescimento real da Economia e o peso que o sector tenderá a ganhar (ou perder) na Economia desse país.

## **Taxa de desconto**

A taxa a que os cash flows futuros são descontados (“a taxa de desconto”) deverá reflectir não só o valor temporal do dinheiro, mas também o risco associado às operações futuras do negócio, ou seja a taxa de retorno exigida pelos investidores.

A taxa de desconto geralmente aplicada é a que resulta da aplicação do modelo Weighted Average Cost of Capital (“WACC”), o qual reflecte uma estrutura de financiamento óptima em oposição à actual estrutura.

## **Imparidade e Avaliação de Empresas**

As normas internacionais e nacionais de contabilidade sobre imparidade de activos (IAS 36 e NCRF 12) evidenciam que devem ser realizados testes de imparidade para os activos com vida

5/8

# ORA newsletter

---

**Nº 80 – SETEMBRO/2013**  
(circulação limitada)

útil finita, sempre que existam indícios de imparidade, e anualmente para o goodwill, activos intangíveis com vida útil não definida e activos intangíveis não disponíveis para uso. Para se determinar se um activo ou uma unidade geradora de caixa apresenta imparidade deve ser comparada a quantia escriturada com a quantia recuperável, estando um activo com imparidade quando a quantia escriturada é superior à sua quantia recuperável.

A quantia recuperável de um activo ou unidade geradora de caixa é o valor mais elevado entre o justo valor menos os custos de vender e o seu valor de uso, sendo o valor de uso o valor presente dos fluxos de caixa futuros estimados que se espere que surjam do uso continuado de um activo ou unidade geradora de caixa e da sua alienação no fim da vida útil.

As normas de contabilidade enumeram os elementos que devem ser tidos em consideração no cálculo do valor de uso, destacando-se:

- Estimativa dos fluxos de caixa futuros que a entidade espera obter do activo, a qual deve incluir influxos de caixa derivados do uso continuado do activo, exfluxos de caixa que sejam necessariamente incorridos para gerar os influxos de caixa derivados do uso continuado do activo e possam ser directamente atribuídos, ou imputados numa base razoável e consistente, ao activo; e fluxos de caixa líquidos, se os houver, a receber (ou a pagar) pela alienação do activo no fim da sua vida útil.
- Expectativas acerca das possíveis variações na quantia ou na tempestividade desses fluxos de caixa futuros.
- O valor temporal do dinheiro, representado pela taxa corrente de juro sem risco do mercado.
- O preço de suportar a incerteza inerente ao activo (risco associado aos cash flows).
- Outros factores, tais como o risco de liquidez.
- Projecções por um período máximo de cinco anos, a menos que um período mais longo possa ser justificado.
- Extrapolação das projecções pelo uso de uma taxa de crescimento estável para os anos subsequentes.

6/8

# ORA newsletter

---

**Nº 80 – SETEMBRO/2013**  
(circulação limitada)

- Não incluir na estimativa dos cash flows esperados o impacto de reestruturações ainda não implementadas nem de melhorias no desempenho do activo.
- Não incluir nas estimativas de fluxos de caixa futuros influxos ou exfluxos de caixa provenientes de actividades de financiamento, nem recebimentos ou pagamentos de impostos sobre o rendimento.
- A taxa de desconto deve ser uma taxa antes dos impostos que reflecta as avaliações correntes do mercado sobre o valor temporal do dinheiro, e os riscos específicos para o activo em relação aos quais as estimativas de fluxos de caixa futuros não foram ajustadas.
- Como ponto de partida, devem ser tidas em conta as seguintes taxas: (i) custo médio ponderado do capital determinado pelo uso de técnicas tais como o Capital Asset Pricing Model; e (ii) a taxa incremental de depósitos obtidos pela entidade.

Deste modo, o conceito e cálculo do valor de uso faz uso da equação geral de avaliação, sendo o valor contabilístico função da evolução esperada dos cash flows gerados por um activo/unidade geradora de caixa e do risco. Evidencia-se no entanto que, o cálculo do valor de uso pelas normas de contabilidade não tem em consideração o efeito dos impostos, o qual é tido em consideração no modelo de avaliação DCF.



**- Cláudia Reis -**

## ***Bibliografia:***

- *Norma Internacional de Contabilidade 36 – Imparidade de Activos.*
- *Norma Contabilística e de Relato Financeiro 12 – Imparidade de Activos.*
- *Formação da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas sobre “Avaliação de Empresas” (Junho de 2013).*
- *MOTA, António Gomes, NUNES, João Pedro, FERREIRA, Miguel Almeida, “Finanças Empresariais – Teoria e Prática”, Publisher Team, Fevereiro de 2004.*

# ORA newsletter

---

**Nº 80 – SETEMBRO/2013**  
(circulação limitada)

## REVISORES E AUDITORES

A Ordem dos Revisores Oficiais de Contas publicou recentemente o nº 61 da sua revista trimestral (Maio a Junho de 2013).



ORDEM DOS  
REVISORES OFICIAIS  
DE CONTAS

Integridade. Independência. Competência.

Salientamos pelo seu interesse as seguintes matérias/artigos:

- i) **Verificação aos Relatórios de Sustentabilidade** – Este artigo/estudo aborda a intervenção dos revisores oficiais de contas na auditoria aos relatórios de sustentabilidade, também designados por vezes de relatórios de responsabilidade corporativa, ou de responsabilidade social, recorrendo à norma de garantia de fiabilidade (*assurance*) - ISAE 3000, a qual foi desenvolvida no seio da IFAC pelo International Auditing and Assurance Board.
- ii) **Nova Directiva da Contabilidade** – Foram finalmente aprovadas pelo Parlamento Europeu, em 12 de Junho último, as novas Directivas Europeias da Contabilidade e da Transparência. A nova Directiva da Contabilidade, que revoga as 4ª e 7ª Directivas, relativas, respectivamente, às contas anuais e consolidadas, foi publicada no JOC de 29 de Junho de 2013 sob a designação de Directiva 2013/34/UE relativa às demonstrações financeiras anuais, às demonstrações financeiras consolidadas e aos relatórios conexos de certas formas de empresas. A Directiva da Transparência (ainda que igualmente aprovada pelo Parlamento não foi publicada em jornal oficial) prevê um acréscimo de divulgações para as sociedades holdings e a abolição da exigência de informação trimestral para as empresas cotadas.

*Nota: Esta publicação da ORA é genérica e o objectivo é meramente informativo. Não tem a intenção de substituir a necessidade de consulta dos diplomas mencionados ou o recurso a opinião profissional para os temas tratados em função dos casos concretos de cada entidade.*