

**Ordem dos Advogados
Conselho Distrital de Coimbra**

3 de Junho de 2011

Ana Maria Rodrigues

anarodri@fe.uc.pt

Avaliação de Empresas

e

Métodos de avaliação

Estrutura da apresentação

1. Avaliação de empresas

- 1.1. Conceito
- 1.2. Diversidade de factores que influenciam o processo de avaliação
- 1.3. Necessidades de avaliação de empresas
- 1.4. Fases do processo de avaliação

2. Tipologia das ópticas de avaliação

- 2.1. Perspectiva situacionista (Avaliação patrimonial e avaliação comparativa com o mercado)
- 2.2. Abordagem pelo rendimento
- 2.3. Abordagem pelas opções reais

3. Evolução da normalização da avaliação de empresas

4. Casos de avaliação previstas no CCiv. e no CSC

- 4.1. A exoneração e exclusão de sócios
- 4.2. Amortização de participações sociais
- 4.3. Transmissão de partes sociais

5. A fixação do valor de participações sociais na jurisprudência portuguesa

6. Algumas nótulas conclusivas

7. Bibliografia

1.1. Conceito de avaliação

“A avaliação de empresas e negócios consiste no processo usado para determinar o valor de uma entidade comercial, industrial, de serviços ou de investimento com o intuito de exercer uma actividade económica”. (Neves, 2002: 3)

“O objectivo de uma avaliação é determinar o valor da empresa, tendo em conta a sua situação particular.”

(Bastardo e Gomes, 1996:101)

1.1. Conceito de avaliação

Avaliar significa apurar ou estimar o valor de determinada “coisa”, sendo a avaliação um processo essencialmente subjectivo, pois depende:

- óptica do avaliador;
- características pessoais do avaliador;
- contexto económico, social e político em que a avaliação é efectuada;
- circunstâncias que promovem a necessidade da avaliação;
- selecção e aplicação dos modelos de avaliação;
- definição dos parâmetros dos modelos de avaliação aplicados;
- tipo de entidade a avaliar;
- (...)

1.2. Diversidade de factores que influenciam o processo de avaliação

- circunstâncias da avaliação;
- natureza das participações (maioritária ou minoritária);
- entidades que iniciaram o processo de avaliação;
- dimensão da empresa;
- fase em que a empresa se encontra;
- mercado onde a empresa desenvolve a sua actividade;
- tecnologia;
- (...).

Para além da pluralidade e divergências das noções de valor:

Valor-custo (modelos patrimoniais);

Valor-utilidade (modelos de rendimento);

Valor de mercado (modelos de avaliação comparativa com o mercado).

1.3. Necessidades de avaliação de empresas

- Análise de Projectos de Investimento;
- Liquidação e Partilha do património de uma entidade;
- Exoneração e Exclusão de sócios;
- Amortização de partes de capital;
- Aquisições, Fusões e Cisões;
- Capacidade de Gestão dos Gestores;
- Avaliação de Estratégias;
- Privatizações e Processos de entrada em Bolsa;
- Reestruturação;
- Partilha de patrimónios (Sucessão (herança, legado); Divórcio, ...);
- (...)

1.4. Fases do processo de avaliação

- **Definição dos objectivos da avaliação;**
- **Recolha de informação;**
- **Seleccção de modelos de avaliação;**
- **Estimação das variáveis e fixação dos parâmetros de avaliação;**
- **Cálculo do valor ou do intervalo de valores da empresa (subjectivo)**



NEGOCIAÇÃO

**(fundamental para a determinação do valor da transacção
percepção e expectativas
(Preço - objectivo)**

2. Tipologia das ópticas de avaliação

A avaliação de empresas pode ser feita sob diversas ópticas, consoante os objectivos de avaliação.

❑ Perspectiva situacionista:

- ✓ Avaliação patrimonial (*asset based approach*)
- ✓ Avaliação comparativa com o mercado (*market approach*)

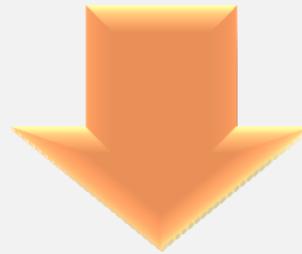
❑ Abordagem pelo rendimento

❑ Opções reais

2.1.1. Perspectiva situacionista: Avaliação patrimonial

Avaliação patrimonial

Somam-se individualmente os activos e os passivos da empresa (incluindo os não contabilizados) e utiliza-se um determinado critério de valorimetria para cada um deles.



Valor substancial (valor analítico de uma empresa)

Valor de liquidação (Valor realizável)

Valor contabilístico (Custo histórico)

Valor de substituição (Custo corrente)

Justo valor de mercado (Justo Valor)

2.1.1. Avaliação patrimonial

Para estimar o valor substancial da empresa em funcionamento utiliza-se, normalmente, o critério do custo de reposição ou o do justo valor de mercado. Pode ser encarado na óptica da entidade ou na óptica dos capitais próprios (ou dos proprietários). Assim podemos distinguir:

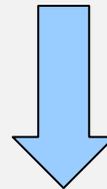
Valor substancial bruto corresponde à avaliação individual dos elementos do activo e, por isso, inclui todas as rubricas do activo do balanço contabilístico avaliadas ao justo valor (óptica da entidade);

Valor substancial bruto económico corresponde ao valor substancial bruto reduzido do passivo cíclico (óptica da entidade).

Valor Substancial Líquido corresponde ao valor substancial bruto deduzido de todo o passivo, isto é, corresponde ao capital próprio (óptica do capital próprio)

2.1.1. Avaliação Patrimonial

- A avaliação das empresas deve ser sempre precedida da sua análise económica e financeira.
- As demonstrações financeiras constituem o ponto de partida dos métodos de avaliação patrimonial.
- A avaliação é baseada nas informações obtidas durante o processo de *due diligence*



qualidade da avaliação = f(qualidade da informação obtida pela contabilidade)

2.1.1. Avaliação Patrimonial

Informação contabilística:

O carácter, essencialmente, histórico do balanço dá a conhecer a aplicação dada aos capitais investidos na empresa.

Daí que o balanço seja apenas um documento utilizado como ponto de partida de uma avaliação pelo facto de indicar os activos de propriedade da empresa ou os direitos de utilização e a forma como os mesmos estão financiados

Como se sabe,

Valor contabilístico (CP) = valor Contabilístico (Activos) – Valor contabilístico (Passivos)

2.1.1. Avaliação Patrimonial

A informação financeira proporcionada nas DF são alicerçadas nos pressupostos (§§ 22 e 23 da EC), característica qualitativas (§§ 24 a 26 e 39 da EC) e seus atributos (§§ 29 a 38 da EC) permitindo atingir os objectivos definidos para as DF (§§ 12 a 21 da EC), não permitindo, todavia, o conhecimento do valor de mercado dos activos e passivos;

Todavia, nem sempre as empresas aplicam de forma integral esses pressupostos e qualidades e seus atributos, o que pode implicar que as próprias DF não representem de forma verdadeira e apropriada a situação financeira da empresa (§ 46 da EC);

Poderão existir activos e passivos não registados no balanço.

2.1. Avaliação Patrimonial

A Contabilidade e a avaliação:

- ❑ a contabilidade não deve ter como desiderato cimeiro a avaliação de empresas;
- ❑ a informação relatada não é para uso específico da avaliação de empresas;
- ❑ os objectivos de avaliação não comandam, assim, de forma unilateral as normas que regulam o relato financeiro;
- ❑ as regras de reconhecimento e mensuração para efeitos de elaboração da informação financeira não são consideradas a base para a avaliação de empresas.

2.1.1. Avaliação Patrimonial

As bases de mensuração no SNC são as seguintes (§§ 97 a 99 da EC):

- ❖ **Custo histórico**
- ❖ **Custo corrente**
- ❖ **Valor realizável**
- ❖ **Valor presente**
- ❖ **Justo valor**

2.1.1. Avaliação Patrimonial

Duas assumem relevância particular:

❖ **Custo histórico**

É a base de mensuração geralmente adoptada pelas entidades ao preparar as suas demonstrações financeiras, ainda que combinada com outras bases de mensuração (§ 98 da EC).

❖ **Justo valor:**

É a quantia pela qual um activo poderia ser trocado ou um passivo liquidado, entre partes conhecedoras e dispostas a isso, numa transacção em que não exista relacionamento entre elas (§ 98 da EC).

2.1.1. Avaliação Patrimonial

Como a contabilidade se baseia num conjunto de critérios de mensuração/valorimetria que não são, no essencial, o valor de mercado **o balanço contabilístico não pode ser usado como base para determinar o valor de troca do capital próprio.**

Para esse efeito, devemos:

- Corrigir as DF elaboradas pela contabilidade a fim de obter o valor de mercado actual;
- Identificar os activos e passivos não registados no balanço;
- Avaliação de cada *item* do activo e do passivo segundo o critério de mensuração adequado tendo em vista o objectivo a atingir com a avaliação;
- Recorrer a elementos de natureza extra-contabilística.

2.1.1. Avaliação Patrimonial

Contabilidade e avaliação:

Rubricas	Valores
AFT	1.000.000
Inventários	300.000
Dívidas a receber	400.000
Meios Financeiros Líquidos	300.000
Total do Activo	2.000.000
Capital próprio	800.000
Passivo	1.200.000
Capital Próprio + Passivo	2.000.000

2.1.1. Avaliação Patrimonial

A **Avaliação Patrimonial** justifica-se porque:

- Obriga a identificar todos os bens activos e passivos que compõem o património de uma empresa;
- Permite identificar as mais-valias potenciais no caso de uma futura venda de activos;
- Avaliar a capacidade de criação de valor de uma entidade.

2.1.2. Perspectiva situacionista: Óptica de comparação com o mercado

Têm como referência a comparação com o mercado:

Tomam-se empresas concorrentes que estejam cotadas no mercado ou que tenham sido adquiridas, e usam-se os preços de transacção como base comparativa com a empresa ou o negócio que se está a avaliar.

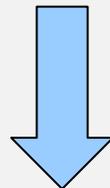


- O valor de um activo é obtido por comparação com o valor de activos similares ou comparáveis aos quais o mercado atribui valores, ou seja, que são transaccionados.
- Relaciona-se esse valor de mercado com grandezas representativas do valor patrimonial ou do rendimento.

2.1.2. Perspectiva situacionista: Óptica de comparação com o mercado

Avaliação comparativa com o mercado:

O preço de mercado resulta da interacção entre os agentes do mercado (compradores e vendedores). Assumem como ponto de partida o valor gerado pelas suas expectativas quanto aos rendimentos futuros do activo, expectativas essas formadas a partir da informação disponível no mercado.



Devem ser identificadas empresas similares ou comparáveis e obter os valores atribuídos pelo mercado a essas empresas.

2.1 .2. Avaliação comparativa com o mercado

Classificação dos dados, verificação, quantificação de múltiplos de preços:

- ✓ Os preços/valores em “valor absoluto” não podem ser comparados (não pode existir padronização)

Múltiplos de preços

$$\boxed{P} \quad \boxed{*} \quad \boxed{X}$$

Quatro etapas básicas para o uso de múltiplos

Definição do múltiplo;

Descrição do múltiplo;

Análise do múltiplo;

Aplicação do múltiplo.

2.1. 2. Avaliação comparativa com o mercado

Múltiplos (abordagem com base no mercado):

- **Múltiplos de lucros:**
 - ✓ *Price Earnings Ratio (PER)*
- **Múltiplos dos *cash flows*/fluxos de tesouraria :**
 - ✓ *Price Cash Dividend*
 - ✓ *Price Cash Flow (PCF)/Price Cash Earnings (PCE)*
- **Múltiplos de valores contabilísticos:**
 - ✓ *Price to Book Value (PBV)*
 - ✓ *Value/Replacement Cost (q-Tobin)*

2.1.2. Avaliação comparativa com o mercado

A mero título de exemplo e utilizando a variável lucro, o indicador/múltiplo de mercado de utilização mais comum é o **Price Earnings Ratio (PER)**:

1.
$$\text{PER} = \frac{P_0}{RPA_1}$$

$$\text{PER} = \frac{\text{Capitalização Bolsista}_0}{\text{Resultados após Impostos}_1}$$

O PER é interpretado como um prazo de recuperação do capital (mas isso só seria verdade se os resultados líquidos da empresa se mantivessem constantes e se fossem integralmente distribuídos aos sócios ou accionistas). Hipótese demasiado irrealista.

2. Esta hipótese foi ultrapassada no **modelo de Gordon e Shapiro** em que o $\text{PER} = f(d, k_e, g)$:

$$\text{P E R} = \frac{d}{k_e - g}$$

- d = taxa de distribuição de dividendos (*payout ratio*)
 - k_e = taxa de rendibilidade requerida/custo do capital
 - g = taxa de crescimento dos resultados
3. Outras alternativas consideradas permitem evidenciar o PER admitindo uma taxa de crescimento na distribuição de dividendos (...).

2.1. Avaliação comparativa com o mercado

- ❖ Na prática, as avaliações por comparações, embora aparentemente fáceis de fazer, têm pormenores técnicos que exigem dos analistas profundos conhecimentos da área financeira/contabilística.
- ❖ Os resultados obtidos são por vezes muito díspares, não havendo forma de testar a qualidade dos parâmetros utilizados. Nestes casos é frequente concluir-se que as empresas usadas para comparação não são de facto comparáveis, nomeadamente, em termos de risco, estrutura de capital, estrutura de activos, etc.
- ❖ Na realidade não existem duas empresas perfeitamente iguais. Diferem na dimensão, na quota de mercado, na posição estratégica, nos níveis de qualidade, na gama de produtos e negócios, nas estruturas de gastos, no tipo de instalações, na estrutura financeira, na qualidade do pessoal, (...)

2.2. Abordagem pelo rendimento

- O valor da empresa é função dos rendimentos futuros que esta proporciona aos seus detentores, sendo esses rendimentos actualizados para o momento em que se está a efectuar a avaliação.

Que rendimentos?

Grandezas escolhidas como representativas do fluxo de rendimento periódico:

1. Lucros
2. Dividendos
3. Cash Flows ou Fluxos de caixa (estimam-se os fluxos de caixa previsionais e actualizam-se ao custo do capital)

2.2. Abordagem pelo rendimento

1. Modelo de avaliação a partir dos lucros actualizados:

Considera que os lucros são uma variável apropriada para representar o fluxo de rendimento periódico gerado pela empresa:

$$VR = \sum_{j=0}^n \frac{L_j}{(1+t)^j}$$

- VR = Valor do rendimento
- L_j = Lucro obtido no período j
- t = taxa de actualização (rendibilidade requerida/custo do capital)
- j = número de períodos de previsão dos fluxos do rendimento

2. Modelo do valor actual dos dividendos:

O valor de uma acção é o valor actual dos fluxos de tesouraria que o investidor espera vir a obter, actualizados a uma taxa de rendibilidade /custo do capital adequada ao risco:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{+\infty} \frac{F C_t}{(1+k)^t}$$

- P_0 = valor de mercado de uma acção no final do período 0
- CF = dividendos por acção no período t
- k = taxa de actualização (rendibilidade requerida/custo do capital)
- t = duração esperada do investimento

2.2. Abordagem pelo rendimento

3. Métodos de avaliação pelos Cash Flows ou fluxos de caixa actualizados – 3 principais sub-métodos:

3.1. Método dos capitais próprios:

$$VCP = \sum_{i=1}^T \frac{FCL_i}{(1 + k_{el})^i} + \frac{VRCP_T}{(1 + k_{el})^T}$$

$$VRCP_T = \frac{FCL_T (1 + g_e)}{k_{el} - g_e}$$

$$g_e = RCP(1 - d) = \frac{RL_T}{CP_{T-1}} (1 - d)$$

2.2. Abordagem pelo rendimento

3.2. Óptica da entidade pelo método do custo médio

$$VE = \sum_{i=1}^T \frac{FCO_i}{(1+k_m)^i} + \sum_{i=1}^T \frac{FCNO_i}{(1+k_m)^i} + \frac{VRE_T}{(1+k_m)^T}$$

$$VRE_T = \frac{FCO_T (1+g_u)}{k_m - g_u}$$

$$g_u = RCI(1-d) = \frac{RO_T (1-t)}{CP_{T-1} + CA_{T-1}} (1-d)$$

FCNO/CF = Fluxo de caixa/Cash flow não operacional = valor dos activos não afectos à exploração (prédios para rendimento, aplicações de tesouraria e de investimento).

2.2. Abordagem pelo rendimento

3.3. Óptica da entidade pelo método do Valor Actual Líquido Ajustado (VALA)

$$VE = VAO + VANO + VCD$$

$$VAO = \sum_{i=1}^T \frac{FCO_i}{(1+k_{eu})^i} + \frac{VRE_T}{(1+k_{eu})^T}$$

$$VRE_T = \frac{FCO_T (1+g_u)}{k_{eu} - g_u}$$

$$VANO = \sum_{i=1}^T \frac{FCNO_i}{(1+k_{eu})^i}$$

Os activos não afectos às actividades operacionais são avaliados em função do seu valor de uso futuro:

- Para alienar: **valor** = encaixe financeiro líquido (deduzido de despesas e impostos) actualizado do custo do capital económico.
- Para rendimento: **valor** = valor dos rendimentos líquidos de despesas e impostos actualizado do custo do capital económico.

2.2. Abordagem pelo rendimento

- Para aplicar a óptica de avaliação pelo rendimento actualizado é necessário efectuar previsões quanto a:
 - ✓ Resultados e fluxos de caixa;
 - ✓ Crescimento;
 - ✓ Custo do capital.
- Para efectuar previsões é necessário reflectir sobre a evolução das principais determinantes do valor:
 - ✓ Taxa de crescimento do volume de negócios;
 - ✓ Duração de vida do investimento;
 - ✓ Margem de contribuição em % do volume de negócios;
 - ✓ Custos fixos;
 - ✓ Nível de investimento;
 - ✓ Custo do capital;
 - ✓ Estrutura financeira.

2.2. Abordagem pelo rendimento

Questões associadas às estimativas dos *Cash Flows*/Fluxos de Caixa:

– Diagnostico da empresa e do meio:

- ❖ Análise do desempenho recente da entidade nos últimos 3 a 5 anos;
- ❖ Análise dos pontos fracos e as ameaças e oportunidades (análise *SWOT*).

– Definição de pressupostos sobre operações, investimento e financiamento:

- ❖ Estimar rendimentos e gastos previstos;
- ❖ Estimar os parâmetros do ciclo de exploração;
- ❖ Pressupostos a assumir para a estrutura financeira;
- ❖ Estimativas das taxas de remuneração da dívida.

– Projecções financeiras:

- ❖ Elaboração das DF prospectivas: DR; B; DCF, normalmente para um período de 5 anos;
- ❖ Continuidade da entidade sob avaliação e considera-se que os fluxos de caixa crescem, em perpetuidade, a uma dada taxa, g .

2.2. Abordagem pelo rendimento

As questões associadas às estimativas de fluxos de caixa (cont.):

– Determinação do *Cash Flows* esperados:

❖ Os fluxos de caixa libertos pela entidade empresarial. Atendendo aos fluxos operacionais e de investimento o CF é assim calculado:

$$\text{CF} = \text{RAJI} (1-t) + A + \Delta\text{NFM} - \text{Investimentos}$$

(Hip.: Provisões = 0; Perdas por imparidade = 0; CF de financiamento = 0)

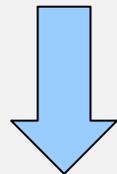
❖ O CF depende de muitos factores e apresenta grande complexidade. A título meramente exemplificativo citam-se alguns desses factores:

- Taxa de crescimento dos rendimentos operacionais;
- Estrutura de gastos e margens;
- Políticas de investimentos;
- Políticas de financiamento;
- Eficiência fiscal e (...).

2.2. Abordagem pelo rendimento

Questões de aplicação prática na estimativa dos fluxos de caixa que a abordagem pelo rendimento não responde:

- Que taxas de crescimento do volume de negócios a utilizar? (média histórica dos últimos anos? Mas que média?)
- Que projecção de gastos futuros? Admite-se ganhos de produtividade?
- Como estimar a política de investimento e desinvestimento a adoptar? E as políticas de amortização/depreciação?
- Como garantir a política de financiamento no futuro?
- Como estimar os riscos futuros? Como estimar as provisões necessárias?
- Como estimar o efeito dos ciclos económicos ?
- Que taxa de desconto a utilizar?



Existe um elevado grau de incerteza em torno da projecção dos valores de todas essas variáveis

2.3. Óptica das opções reais

Nos modelos de avaliação pelos fluxos de caixa actualizados decide-se se se vai investir ou não em determinado momento, num investimento que vai gerar, de forma predeterminada, uma série de fluxos da caixa futuros, inicialmente previstos.

Mas, poderá haver outras opções, nomeadamente na descoberta de um novo produto, a administração pode optar por lançar imediatamente o produto, pode adiar o seu lançamento, pode vender os direitos de exploração, etc.

Na prática da gestão das empresas existem muitas opções que designamos de opções reais.

2.3. Óptica das opções reais

- Reconhece-se que podem existir opções associadas à gestão dos activos e, conseqüentemente, o valor da empresa pode ser superior ao apurado pelos restantes métodos. O reconhecimento da importância e do valor das opções em termos da flexibilidade que dão e da redução do risco que permitem está no tipo de negociações subjacentes às aquisições.
- As opções reais permitem avaliar a flexibilidade operacional e as opções estratégicas.
- Tipos de opções reais:
 - Opções de adiar (patentes e reservas não exploradas);
 - Opções de expandir/contrair (ex. *start ups*; terrenos não urbanizados);
 - Opções de liquidar ou vender (capital próprio em empresas em dificuldades);
 - Opção de abandonar.

2.3. Opções reais

Opções reais:

- Ambiente de decisão é dinâmico e pleno de incerteza: à medida que nova informação é disponibilizada, as incertezas sobre as condições de mercado e os *cash flows* futuros vão-se gradualmente resolvendo.
- A gestão pode ter a flexibilidade de alterar a estratégia inicial para:
 - ✓ Capitalizar oportunidades futuras;
 - ✓ Reagir para mitigar perdas: rever decisões, v. g. face a alterações não esperadas no mercado.
- A óptica das opções reais pressupõe uma gestão activa.
- Os modelos de avaliação a partir das opções reais revelam-se particularmente apropriados para a avaliação de empresas tecnológicas e da nova economia.

2.3. Opções reais

Uma **opção** pode ser definida como um direito (mas não uma obrigação) de tomar uma decisão a que está associado um custo pré-determinado designado de preço de exercício, direito que se mantém por um determinado período a que corresponde o prazo de exercício da opção.

As opções financeiras têm como activo subjacente acções, obrigações, índices, etc., enquanto as opções reais têm como activo subjacente activos tangíveis, como por exemplo um projecto, uma unidade de negócio, uma fábrica, um imóvel, um produto, etc.

2.3. Opções reais

Opções de Compra (*Call Option*)

Uma opção de compra (*call*) sobre um activo, com valor corrente dá o direito, mas não a obrigação de adquirir o activo subjacente pagando um preço pré-determinado (o preço de exercício) na maturidade ou antes dessa data. O comprador da opção paga um prémio para obter esse direito.

Opções de Venda (*Put Option*)

Uma opção de venda (*put*) dá o direito ao seu detentor de vender o activo subjacente por um preço pré-determinado (preço de exercício) numa ou até uma determinada data, *i. e.*, dá o direito de vender (ou trocar) o activo subjacente e receber o preço de exercício. O comprador da opção paga um prémio para obter esse direito.

Dois principais modelos de avaliação utilizados na avaliação com base nas opções reais

Avaliação de opções pelo modelo binomial;

Avaliação de opções pelo modelo de Black e Scholes.

2.3. Opções reais

Modelo Binomial:

- ✓ O modelo binomial traduzirá melhor o valor da opção quando consideramos que o período até à data de vencimento é dividido num número elevado de sub-períodos;
- ✓ Quando o número de sub-períodos se torna demasiado grande existe uma aproximação ao modelo de Black-Scholes;
- ✓ Estabelecendo como pressuposto que a rendibilidade do activo subjacente está normalmente distribuída, com a rendibilidade média dada por μ e um desvio padrão σ , para uma unidade de tempo Δt , então podemos definir u e d (os factores multiplicativos da cotação do activo subjacente):

✓ (...) $u = \sigma \cdot \sqrt{\Delta t}$ $d = -\sigma \cdot \sqrt{\Delta t}$

2.3. Opções reais

Modelo de Black e Scholes:

(Com dividendos é ainda mais complexo)

$$C = S_0 \cdot N(d_1) - E \cdot e^{-rt} \cdot N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S_0}{E}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right) \cdot t}{\sigma\sqrt{t}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}$$

Tipologia das ópticas (síntese)



3. Evolução da normalização...

- Avaliação de Empresas é desenvolvida por:
 - ✓ Bancos de investimento;
 - ✓ Consultores de gestão;
 - ✓ Analistas financeiros.

PORTUGAL:

- Associação Portuguesa de Analistas Financeiros, criada em 1984 
Código de Conduta do Analista Financeiro (2000).
- Leccionam-se cursos em Portugal que conferem condições para a obtenção do certificado europeu  *Certified European Financial Analyst*, concedido pela *European Federation of Financial Analysts Society*.

3. Evolução da normalização...

EUA:

- Profissão de avaliador reconhecida desde a década de 1940 (1936 *American Society of Appraisers*);
- Décadas de 1960, 1970  desenvolvimento de *Standards of Professional Practice* e Códigos de Ética Profissional;
- 1987  *The Appraisal Foundation* (reconhecida desde 1989 pelo Congresso como a fonte dos *standards* de avaliação e das qualificações de avaliador.

EUROPA:

- 1962  *Federation of Financial Analysts Societies*;
- 1990  *European Society of Chartered Surveyors*.

INTERNACIONAL:

- 1981  criação do *International Valuation Standards Committee* (membro da ONU, cooperar com Estados Membros, Banco Mundial, OCDE, *Internacional Federation Accountants*).



Convergência dos *standards*

4. A avaliação no CCiv. e no CSC

❖ N.ºs. 1 e 2 do art. 1021.º do CCiv., com a epígrafe “**Liquidação de Quotas**” afirma-se que: “Nos casos de morte, exoneração ou exclusão de um sócio, o valor da sua quota é fixado com base no estado da sociedade à data em que ocorreu ou produziu efeitos o facto determinante da liquidação; se houver negócios em curso, o sócio ou os herdeiros participarão nos lucros e perdas deles resultantes”.

❖ N.º 2 do art. 1021.º do CCiv.: “Na **avaliação da quota** observar-se-ão, com as adaptações necessárias, as regras dos n.ºs do art. 1018.º, na parte em que forem aplicáveis.”

❖ Princípio nominalista (art. 550.º do CCiv.) contraria as orientações financeiras.

4. A avaliação no CCiv. e no CSC

❖ No art. 1018.º do Cciv., com a epígrafe “**Partilha**” afirma-se que: “Extintas as dívidas sociais, o activo restante [= Capital Próprio] é destinado em 1º lugar ao reembolso das entradas efectivamente realizadas, exceptuadas as contribuições de serviços e as de uso e fruição de certos bens (...).

❖ N.º 2: “(...)”.

❖ N.º 3: “as entradas que não sejam de dinheiro são estimadas ao valor que tinham à data da constituição da sociedade, se não lhes tiver sido atribuído outro no contrato”.

❖ N.º 4: “(...)”.

4. A avaliação no CSC

Institutos a analisar:

❖ Exoneração e Exclusão;

❖ Amortização;

❖ Transmissão.

❖ N.º 2 do art. 105.º do CSC, com a epígrafe “**Direito de exoneração dos sócios**”: “Salvo estipulação diversa do contrato de sociedade ou acordo das partes a contrapartida da aquisição deve ser calculada nos termos do art. 1021.º do CCiv., com referência ao momento da deliberação de fusão, por um ROC designado por mútuo acordo ou, na falta deste, pelo tribunal. É lícito a qualquer das partes requerer 2.ª avaliação, nos termos do CPC”.

4. A avaliação no CSC

Exclusão do sócio (arts. 186.º, 205.º, 241.º e 242.º do CSC):

- ❖ No art. 186.º do CSC, com a epígrafe “**Exclusão do sócio**”, o n.º 4 dispõe que: “O sócio excluído tem direito ao valor da sua parte social, calculado nos termos previstos no art. 105.º, n.º 2 [art. 1021.º do CCiv.], com referência ao momento da deliberação de exclusão”.
- ❖ No art. 205.º do CSC, com a epígrafe “Exclusão do sócio”, o n.º 3 dispõe que: o sócio pode opor-se à venda da quota em caso de exclusão: “(...) desde que aquele preço não alcance o valor real da quota, calculada nos termos do art. 1021.º do CCiv., com referência ao momento em que a deliberação foi tomada.

4. A avaliação no CSC

Exclusão de sócio (cont.)

- ❖ O n.º 2 do art. 241.º do CSC estatui: que quando houver lugar à exclusão por força do contrato, são aplicáveis os preceitos relativos à amortização de quotas”.
- ❖ O n.º 3 do art. 241.º do CSC dispõe que “o contrato de sociedade pode fixar, para o caso de exclusão, um valor ou um critério para a determinação do valor da quota diferente do preceituado para os casos de amortização de quotas”.
- ❖ O n.º 3 e 4 do art. 242.º do CSC estatuem que: (...)

4. A avaliação no CSC

Exoneração de sócio (art. 185.º e 240.º do CSC):

❖ n.º 5 do art. 185.º “O sócio exonerado tem direito ao valor da sua parte social, calculado nos termos previstos no art. 105.º, n.º 2, [art. 1021.º do CCiv.] com referência ao momento em que a exoneração se torna efectiva”.

❖ n.º 5 do art. 240.º “a contrapartida a pagar ao sócio é calculada nos termos do art. 105.º, n.º 2, (...) [art. 1021.º do CCiv.]”.

4. A avaliação no CSC

Amortização da quota (232.º a 238.º e 346.º do CSC)

Contrapartida da amortização:

❖ al. a) do n.º 1 do art. 235.º: “a contrapartida da amortização é o valor de liquidação da quota, determinada nos termos do art. 105.º, n.º 2 [art. 1021.º do CCiv.], com referência ao momento da deliberação”.

4. A avaliação no CSC

Transmissão de participações:

Transmissão *inter vivos* de partes sociais (art. 182.º do CSC)

Falecimento de um sócio (art. 184.º do CSC) - n.º 7 do art. 184.º: (...)
determina-se nos termos previstos no art. 1021.º do CCiv.

Transmissão de quotas (arts. 225.º a 231.º do CSC):

Transmissão por morte: arts. 225.º a 227.º

❖ No n.º 2 do art. 225.º afirma-se: (...) amortização, aquisição ou fazê-la adquirir por sócio ou 3.º.

Transmissão *inter vivos* e cessão de quotas:

art. 228.º - não havendo impedimentos – avaliada por critérios de racionalidade financeira.

Transmissão de acções (arts. 328.º e 329.º do CSC):

❖ al. c), *in fine*, do n.º 5 “far-se-á pelo valor real, determinado nos termos previstos no art. 105.º, n.º 2.”

4. Disposições do CPC

Da liquidação judicial de sociedades (arts. 1122.º a 1130.º do CPC)

Liquidação de participações sociais (arts. 1498.º e 1499.º do CPC)

❖ processo de jurisdição voluntária

❖ No n.º 3 do art. 1498.º do CPC: “(...), o juiz designará perito para proceder à avaliação, em conformidade com os critérios estabelecidos no art. 1021.º do CCiv. , (...)”

❖ No n.º 4 do mesmo preceito: “(...) podendo, quando necessário, fazer preceder a decisão de realização de segunda perícia, ou de quaisquer outras diligências”.

5. A fixação do valor de participações sociais na jurisprudência portuguesa (TR e STJ)

❖ A adequabilidade da metodologia e pressupostos utilizados na determinação do valor a pagar pelas participações sociais é uma questão pouco habitual quão melindrosa na jurisprudência portuguesa. Assim, não abundam os casos de acções judiciais destinadas à fixação do valor das participações.

❖ Da imensa jurisprudência dos nossos tribunais superiores relativa a acções de transmissão de participações sociais, amortização de quotas, exoneração de sócio e exclusão de sócio, escassos são os acórdãos que respeitam a conflitos que incidiram sobre a avaliação e fixação judicial do valor de participações sociais.

5. A fixação do valor de participações sociais na jurisprudência portuguesa (TR e STJ)

❖ A generalidade dos vários acórdãos analisados, que envolvem a cessão das participações sociais, centra-se em questões de natureza mais formal, enquanto respeitante à natureza jurídica da operação de transmissão de participações e em operações de exclusão de sócios como resultado da violação de deveres de lealdade e socialidade.

❖ Nenhum dos acórdãos analisados explica o grande diferencial de valor entre o valor nominal da participação e o valor porque a participação social foi alienada/cedida, o que permite inferir que grande parte das questões de avaliação das participações assume natureza extra-judicial, sendo negociada e acordada no âmbito dos órgãos de formação interna de vontade, mediados pelos seus órgãos de representação.

5. A fixação do valor de participações sociais na jurisprudência portuguesa (TR e STJ)

Acórdão	Data	Tema do acórdão	Valor nominal da participação	Valor contabilístico	Valor de alienação	Diferença de valorização	Observações
TRP	3.10.09	Cessão de quotas	2.450,00		29.927,87	12,2	Art. 228º, CSC: Escritura pública ou não?
STJ	19.02.08	Cessão de quotas	54.833,33		312.242,68	5,7	Contrato-Promessa compra e venda ou Contrato de compra e venda
TRP	27.10.03	Suspensão de deliberação social	78.311,00	(3.800,00)	100,00	0,0013	
TRP	25.10.05	Exclusão de sócio e valor da quota	13.716,94		106.703,1/ 89.614	7,8/ 6,5	
STJ	4.06.02		110.567,28		618.361,25	5,6	

5. A fixação do valor de participações sociais na jurisprudência portuguesa (TR e STJ)

Um dos poucos casos que se prende directamente com a problemática da valorização da participação social, é o caso do acórdão do TRP, de 25.10.05, em que se recorre de uma acção especial de liquidação de participações (1498º, CPC), pedindo **a fixação judicial do valor da sua participação social** no capital da requerida e a conseqüente condenação desta a adquirir essa participação pelo valor a ser fixado, como resultado de uma transformação que a requerente pretendia concretizar.

Afirma-se nesse acórdão que “num processo especial de liquidação de participação social, como no de exclusão do sócio, o que **esta em causa é o valor real da quota do sócio na participação social e não o seu valor contabilístico**”.

O recurso pela requerida é apoiado na convicção que o tribunal ad quem fixou um valor duplamente errado.

Assim, e na argumentação expedita pela mesma afirma-se que o valor é “errado porque resulta da avaliação por um método misto; errada porque este método nem sequer faz uma média ponderada, limitando-se a somar, pura e simplesmente, os resultados obtidos numa avaliação pelo método patrimonial com a obtida pelo método do rendimento.

5. A fixação do valor de participações sociais na jurisprudência portuguesa (TR e STJ)

Errado, ainda e até, o pressuposto de que o *goodwill* resulta de rendimentos líquidos futuros quando, em rigor, resulta da actualização dos lucros supra-normais (ou ‘super-lucros’)”. Defende ainda que o valor correcto é aquele que tem em conta, tão só, o valor patrimonial, actualizado da sociedade como impõe a lei. Comentários nossos:

Esta última orientação parece ser a acolhida no art. 1018º do CCiv., que é invocado pelo art. 1021º, quando admite que depois de extintas as dívidas sociais, a activo restante é destinado, em primeiro lugar, ao reembolso das entradas dos sócios.

Ainda que o acórdão tenha como descritor “exclusão de sócio”, o problema em análise não é um caso de exclusão, mas de exoneração.

O valor real ou exacto, como é referido no acórdão, representa aos olhos dos economistas algo ideal, apenas uma meta a atingir, tal como o é a justiça para um homem de Direito.

Este acórdão enferma, no entanto, de alguns vícios de raciocínio, nomeadamente, do mau entendimento dos modelos de valorização utilizados. Seria muito curioso, o estudo detalhado desta decisão, o que constituiria certamente um excelente *case study*.

6. Algumas nótulas conclusivas

Abordagens com base na informação contabilística (Valor Nominal, Valor Contabilístico e Valor Intrínseco):

- Objectivos diferenciados entre a elaboração das DF e a avaliação;
- Dificuldades associadas aos critérios de mensuração;
- Diferentes noções de valor e divergência entre preços e valores;
- Necessidade de recorrer a elementos extra-contabilísticos (...);

Abordagens com base nos mercados - enfermam dos pressupostos dos mercados perfeitos:

- Princípio da atomicidade do mercado;
- A informação é perfeita, instantânea e gratuitamente disponível e idêntica para todos os intervenientes;
- Não existe racionamento de capital;
- As expectativas dos investidores são homogéneas;
- Todos os investidores são racionais. (...).

Os modelos baseados na perspectiva dos rendimentos, sejam eles dividendos, lucros ou fluxos de caixa, acabam muitas vezes por ser os preferidos na medida em que servem para os avaliadores e empresários expressarem as suas opiniões sobre a forma de evolução da empresa.

6. Algumas nótulas conclusivas (cont.)

Abordagens com base nas opções reais:

- ❑ Permitem responder a um ambiente de decisão dinâmico e pleno de incerteza;
- ❑ Permitem integrar nos seus modelos a flexibilidade da gestão alterar a estratégia inicial que define para a aquisição de uma entidade permitindo:
 - ✓ Capitalizar oportunidades futuras;
 - ✓ Reagir para mitigar perdas: rever decisões, v. g. face a alterações não esperadas no mercado;
- ❑ Todavia, admite que as opções (de compra e venda) são sempre exercíveis o que não se verifica para todos os activos e, muito menos, para todas as entidades envolvidas numa negociação.

Em síntese, o valor de uma entidade ou de uma participação está dependente de uma série de variáveis complexas, algumas delas dificilmente avaliáveis, mas que ainda assim não devem deixar de ser tomadas em consideração no momento de proceder a essa avaliação.

As regras legais são passíveis de crítica, pois não têm fundamento económico válido, nem sequer de justiça, talvez só tenham subjacentes razões de segurança jurídica.

7. Bibliografia

•De Natureza Financeira:

- Copeland, Tom e Antikarov, 2002, *Opções Reais*, Editora Campus.
- Damodaran, Aswath, 2002, *Investment Valuation*, Wiley, 2.º edição.
- Dixit, Avinash K. e Pindyck, Robert S., 1993, *Investment Under Uncertainty*, Princeton.
- Ferreira, Leonor Fernandes (2008), *Modelos de Avaliação de Empresas e Utilidade da Informação Contabilística*, Coleção TESES, Lisboa, Universidade Lusíada Editora.
- Fernández, Pablo, 2002, *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*, Academic Press.
- Neves, João Carvalho, 1989, *Análise Financeira, Métodos e Técnicas*, Texto Editora.
- Neves, João Carvalho, 2002, *Avaliação de Empresas e Negócios*, McGraw-Hill,
- Trigeorgis, Lenos, 1996, *Real Options*, The MIT Press.
- Trigeorgis, Lenos (ed.), 1999, *Real Options and Business Strategy*, Risk Books.

7. Bibliografia

De Natureza Jurídica:

Abreu, J. M. Coutinho de (2009), *Curso de Direito Comercial – Das Sociedades*, Vol. II, 3ª Ed., Coimbra, Edições Almedina.

Caeiro, António (1984), *Temas de Direito das Sociedades*, Coimbra, Livraria Almedina.

Correia, A. Ferrer (1985), *Estudos de Direito Civil Comercial e Criminal*, Coimbra, Livraria Almedina.

Cunha, Carolina (2002), “A Exclusão de Sócios (Em Particular, nas Sociedades por Quotas)”, *in Problemas do Direito das Sociedades*, Coimbra, IDET, Editora Almedina.

França, M. Augusta (1988), “Direito à Exoneração”, *in Novas Perspectivas do Direito Comercial*, Coimbra, Editora Almedina.

Leitão, L. Menezes (2004), *Pressupostos da Exclusão de Sócio nas Sociedades Comerciais*, Lisboa, Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa.

Nunes, A. J. Avelãs (1968), *O Direito de Exclusão de Sócios nas Sociedades Comerciais*, Coimbra, Livraria Almedina.

Vasconcelos, Pedro Pais de (2005), *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, Coimbra, Editora Almedina.

Prazeres, Manuel A. Gama (1983), *Das Sociedades Comerciais*, Livraria Athena.

Soares, António (1988), *O Novo Regime da Amortização de Quotas*, Lisboa, Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa.

Ventura, Raúl (1989), *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais – Sociedades por Quotas*, Vol. I e II. Coimbra, Livraria Almedina.

**Ordem dos Advogados
Conselho Distrital de Coimbra
3 de Junho de 2011**

Ana Maria Rodrigues

anarodri@fe.uc.pt

MUITO OBRIGADA !