

# CONSIDERAÇÕES SOBRE O PERÍODO DE PREVISÃO DOS FLUXOS DE RENDIMENTO NO ÂMBITO DOS MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Leonor Fernandes Ferreira\*

## RESUMO

O propósito deste breve estudo é analisar os modelos de avaliação de empresas com base na actualização de fluxos de rendimento esperado, em especial quanto a aspectos teóricos e práticos relacionados com a duração das previsões desses fluxos. O período de previsão é, tal como os fluxos de rendimento esperado e a taxa de actualização, uma das variáveis dos modelos de avaliação com base no rendimento. Na fixação do período de previsão dos fluxos de rendimento podem, teoricamente, considerar-se duas hipóteses: duração ilimitada ou duração limitada da empresa. No caso de duração limitada, há que considerar um valor residual. Depois da introdução, analisa-se, *caeteris paribus*, o comportamento da função valor de rendimento em relação à duração das previsões dos fluxos de rendimento, identificam-se os factores para a fixação daquela duração e discute-se a importância do valor residual. A terminar, apresentam-se alguns dados sobre a prática recente da avaliação de empresas em Portugal, nomeadamente nos casos em que os auditores (revisores oficiais de contas) são chamados a participar em processos de avaliação. Conclui-se que os auditores portugueses têm manifestado preferência por variantes conservadoras dos modelos de avaliação com base na actualização de fluxos de rendimento.

## 1. INTRODUÇÃO

A avaliação a partir do rendimento (*income approach to valuation*) fundamenta-se no conceito de valor actualizado e regra da aditividade do valor e calcula o valor da empresa como um valor actual da corrente de fluxos de rendimento futuros. Formalizando, tem-se:

$$V = V(F, r, n)$$

Função que assumirá uma expressão do tipo:

$$V = \sum_{j=1}^n \frac{F_j}{(1+r)^j} + \frac{V_n}{(1+r)^n} \quad \text{com } j=1, \dots, n \quad \text{e} \quad r > 0$$

onde  $F_j$  representa o fluxo de rendimento esperado no período  $t$ , e  $r$  é a taxa de actualização<sup>1</sup>.

Os modelos de avaliação com base no rendimento variam, em função da medida apropriada do fluxo de rendimento  $F$  definida alternativamente como dividendos, lucros

<sup>1</sup> A taxa de actualização baseia-se no custo de oportunidade do capital que é a rentabilidade que uma pessoa pode auferir ao investir em outro projecto ou activo alternativamente e baseia-se no risco do negócio.

\* Docente do Instituto Superior de Economia e Gestão (Universidade Técnica de Lisboa)

ou *cash flows* futuros. Daí decorre que se considerem modelos de avaliação a partir da actualização de lucros, modelos de actualização de dividendos e modelos de actualização de *cash flows* (*DCF models*).

Os modelos de avaliação a partir do rendimento variam também em função dos pressupostos em que repousam no que respeita à evolução dos fluxos de rendimento, ao período de previsões explícitas desses fluxos e à taxa de actualização. Esses pressupostos podem ser nomeadamente os seguintes:

- os fluxos de rendimento são constantes ( $F_i = \dots = F_j = \dots = F$ ) ou variam de período para período ( $F_i \neq \dots \neq F_j \forall i \neq j$ ), crescendo a uma ou mais taxas ( $g_i$ );
- a taxa de actualização é constante ( $r_i = \dots = r_j = \dots = r \forall i \neq j$ ) ou varia de período para período ( $r_i \neq \dots \neq r_j \forall i \neq j$ );
- o período de previsão explícita dos fluxos de rendimento esperados é infinito ( $n \rightarrow \infty$ ) ou limitado a um número de períodos fixado ( $n=k$ ), e neste caso deve calcular-se um valor residual ( $V_k$ ).

Combinações possíveis dos pressupostos acima mencionados dão origem a diferentes modelos de avaliação.

Nos pontos seguintes, analisam-se os modelos de avaliação a partir do rendimento, em particular, quanto à variável *período de previsão dos fluxos de rendimento*, que tem também sido denominada *horizonte temporal das previsões* (*sic*). Tecem-se considerações sobre o comportamento da função valor de rendimento, apontam-se regras práticas para a sua fixação e apresentam-se os resultados de um estudo sobre a prática da avaliação de empresas em Portugal.

## 2. FUNÇÃO VALOR DE RENDIMENTO

Na fixação do horizonte temporal das previsões (*sic*), duas hipóteses podem, teoricamente, considerar-se: *duração ilimitada* ou *duração limitada* da empresa<sup>2</sup>.

O mais simples, consiste em considerar que a empresa não se extinguirá<sup>3</sup>. Quando assim for, o valor de rendimento  $V$  é dado por uma série de anuidades cujo limite é igual a<sup>4</sup>

$$V = F/r$$

onde  $F$  é o fluxo médio de rendimento periódico e  $r$  a taxa de actualização ou, supondo que os fluxos crescem a uma taxa anual  $g$ , inferior a  $r$ :

$$F_j = F_{j-1} \times (1 + g) \quad \text{ou} \quad F_j = F_1 \times (1 + g)^{j-1} \quad \text{e}$$

$$V = F_1 \times \left( \frac{1}{r-g} \right)$$

Atentas as frequentes e profundas mutações que no mundo actual ocorrem e a precariedade de certos elementos que afectam os fluxos de rendimento é difícil aceitar que uma empresa dure ilimitadamente. Parece, pois, mais realista, embora com sacrifício da simpli-

<sup>2</sup> Em rigor, pode ainda distinguir-se entre duração limitada da empresa e duração limitada do período de previsão dos fluxos de rendimento esperado; nesta situação, haverá que considerar o valor residual, mas naquela não.

<sup>3</sup> A duração ilimitada da empresa encontra justificação no *princípio da continuidade da empresa*.

<sup>4</sup> Alguns autores, especialmente entre os mais antigos, reservam a expressão *valor de rendimento* para esta hipótese. Veja-se, por exemplo, Brecht *et al.* (1971, pp. 27 e 32).

cidade dos cálculos, limitar o horizonte das previsões de fluxos de rendimento. Fixando-o em  $n$  períodos, e sem tomar em linha de conta o valor residual, como sugeriam menos recentemente alguns autores, o valor de rendimento  $V$  será dado pela expressão seguinte:

$$V = \sum_{j=1}^n F_j \times \left( \frac{1}{1+r} \right)^j$$

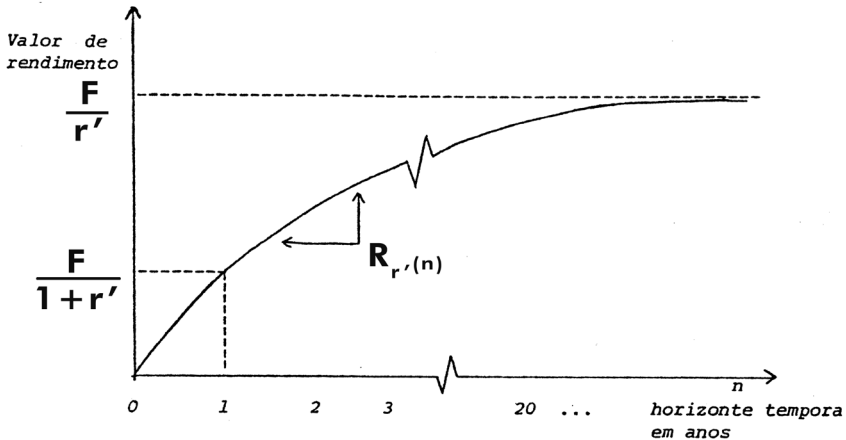
onde  $r$  é a taxa de actualização e  $F_j$  o fluxo de rendimento gerado no período  $j$ .

Tomando um fluxo periódico médio  $F$ , pode simplificar-se aquela expressão do valor de rendimento:

$$V = F \cdot a_n \square_r$$

onde  $a_n \square_r$  representa o valor de  $n$  unidades recebidas uma em cada um dos  $n$  períodos, actualizadas à taxa  $r$ , ou seja,  $a_n \square_r$  é o valor actual à taxa  $r$  de uma renda inteira de  $n$  termos unitários, postecipados.

Considerando um fluxo de rendimento periódico médio  $F$ , o valor de rendimento, dado por  $V(n) = F \cdot a_n \square_r$ , uma função de  $r$  e de  $n$ . Sendo  $r$  dado ( $r = r'$ ) e  $n$  variável, ter-se-á  $V(n) = F \cdot a_n \square_{r'}$ , apenas função de  $n$ , função cuja representação geométrica num sistema de eixos cartesianos é uma curva com a forma representada no Gráfico 1.



**Gráfico 1 - Representação Geométrica da Função  $V_{r'}(n)$**

A curva tem a sua representação no primeiro quadrante:  $n \geq 0 \square R_{r'}(n) \geq 0$ .

À medida que  $n$  aumenta, *caeteris paribus*, o valor de rendimento  $R$  cresce, tendo como limite o valor  $F/r'$ , quando se considera um horizonte ilimitado para as projecções, isto é, quando  $n \rightarrow \infty$ . Daqui que, quando se parte da hipótese de que a empresa terá vida perpétua<sup>5</sup>, se considere que o seu valor de rendimento é  $F/r'$ .

A concavidade das curvas representativas de  $V(n)$  em que  $n$  é variável independente e  $r$  se considera um parâmetro, decresce quando  $r$  aumenta.

Outros modelos estabelecem previsões dos fluxos de rendimentos periódicos durante um período limitado e necessitam de acrescentar um valor residual, que representa o valor da empresa para além daquele período de previsões.

<sup>5</sup> Se  $F$  crescer a uma taxa  $g$ , inferior a  $r$ ,  $\lim V_{r'}(n) = F_1 \cdot (r - g)$ .

Supõe-se que  $F_j = F_{j-1} \cdot (1 + g)$  ou  $F_j = F_1 \cdot (1 + g)^{j-1}$   $n \rightarrow \infty$ .

Normalmente, tomam-se fluxos anuais e fixa-se o horizonte em anos. Nada impede, contudo, periodização diferente dos fluxos (por exemplo, trimestral, semestral ou igual à duração do ciclo de exploração da empresa). Se assim for, o cuidado de proceder à conversão da taxa de actualização anual na taxa equivalente do período seleccionado não deve ser esquecido<sup>6</sup>.

### 3. FACTORES RELEVANTES NA FIXAÇÃO DO PERÍODO DE PREVISÕES

Por vezes, o período das previsões está, à partida, fixado. É o caso de explorações sob contrato de concessão ou de empresas que têm o direito de explorar patentes alheias durante um certo período ou que foram criadas para cumprimento de certa finalidade, em prazo previamente estipulado.

Porém, a escolha do período das previsões dos fluxos de rendimento não consegue, geralmente, evitar alguma arbitrariedade. Depende de aspectos como, por exemplo, a influência pessoal dos sócios na empresa, na clientela e no meio bancário.

Tendencialmente, quanto maior for a influência pessoal dos actuais titulares do capital da empresa, menor deverá ser, em caso de cessão, o período das previsões. Mas é possível admitir que a mudança de titularidade e a consequente circunstância de a empresa não mais contar com os antigos sócios, por vezes, os fundadores que, no passado, consolidaram a empresa, não compromete o rendimento: qualidades de liderança e competência técnica reveladas pelos novos proprietários, maior imaginação, iniciativa e racionalidade de gestão permitirão obter no futuro sólidos resultados.

Merret e Sykes (1963, p. 100) propõem cálculos para três horizontes: 20 anos, 50 anos e considerando uma duração ilimitada. Segundo Merret e Sykes o horizonte das previsões deve estimar-se pelo menos em 20 anos, embora, em geral, quando não se possa prever a data de liquidação da empresa, se suponha uma duração ilimitada.

Ao contrário, e segundo Peter Drucker (1975, p. 89) “nas expectativas e nas antecipações de uma empresa, geralmente aplica-se a antiga regra de estatística de acordo com a qual tudo o que excede vinte anos é igual a infinito (*sic*) e, como as expectativas superiores a vinte anos... têm normalmente um valor actual de zero, deve atribuir-se-lhes só um mínimo de recursos e esforços actuais”.

Ao pensar-se numa empresa de prospecção de petróleo, a hipótese de Merret e Sykes não convirá. Já, por exemplo, para a *General Motors* ou para a *Vista Alegre* não assenta bem a proposta de Peter Drucker, pois são empresas que vêm de há mais de dois séculos!

Vinte anos pode parecer uma escolha discutível, mas aceita-se por duas razões: por um lado, prever a prazos mais longos torna-se difícil; por outro, os fluxos de rendimento de períodos muito afastados do momento da avaliação, quando actualizados, tomam valores reduzidos que podem, para efeitos de apuramento do valor de rendimento, ser desprezados. O que se afirma torna-se mais aceitável se a taxa escolhida para actualizar os fluxos de rendimento periódico médio for elevada. Atente-se, pois, na amostra de factores de actualização do Quadro 1, que permite confirmar as conclusões apresentadas.

Conde (1963, p. 9) sugeriu a redução de  $n$  quando a aleatoriedade for maior. Nesse sentido, indicou para a fixação do horizonte das previsões os períodos que se resumem no Quadro 2.

Alla e Houdouin (1989, p. 22-23) consideram que na avaliação se deve decompor a vida da empresa em sub-períodos, atentando em que a informação disponível em cada um

<sup>6</sup> A taxa  $r_e$  equivalente à taxa anual  $r$  calcula-se assim:

$$(1+r) = (1+r_e)^\alpha \Leftrightarrow r_e = \sqrt[\alpha]{1+r} - 1 = \square / \square$$

**Quadro 1 - Factores de Actualização**

n \ t	1%	5%	10%	20%	30%
20	0,819 544	0,376 889	0,148 644	0,026 084	0,005 262
30	0,741 923	0,231 377	0,057 309	0,004 213	0,000 382
40	0,671 653	0,142 046	0,022 095	0,000 680	0,000 028
50	0,608 039	0,087 204	0,008 519	0,000 110	0,000 002

**Quadro 2 - Regras para a Fixação do Período de Previsão dos Fluxos de Rendimento**

Período de Previsão	Descrição das Situações
2 a 5 anos	Em negócios muito aleatórios.
3 a 7 anos	Em empresas ou actividades onde a actividade pessoal do proprietário é preponderante, como as profissões liberais.
8 a 12 anos	Em empresas semi-artesanais onde o “afreguesamento” e o capital investido são apreciáveis.
Superior a 20 anos	Em empresas industriais ou comerciais de primeira classe, muito estáveis, cotadas no mercado, desfrutando de marcas antigas reputadas, etc.. Só muito excepcionalmente deverá ser usado o limite superior.
Na	prática, por se reconhecer que não existe uma estabilidade absoluta, convirá que o período se fixe entre os 12 e os 17 anos.
Duração ilimitada	Em empresas que beneficiem de uma situação privilegiada no mercado. Será conveniente, contudo, fixar o máximo entre os 15 e 20 anos.

deles é diferente. Estes autores distinguem um *período de transição* e um *período de cruzeiro*.

O *período de transição*, mais próximo do momento da avaliação, é o período em que se repercutem as consequências das decisões tomadas até ao momento da avaliação e onde é possível, em geral, prever os fluxos de rendimento da empresa com aceitável grau de precisão e confiança.

A mais longo prazo, o avaliador estabelece cenários e propõe aquele que lhe parece mais provável, podendo, para o efeito, distinguir no *período de cruzeiro* um sub-período dito de *visibilidade*. No período de cruzeiro as previsões pressupõem a existência de equilíbrio produtivo e financeiro que são a garantia da continuidade de exploração, onde pesam características específicas do património, rendimento e risco da empresa. A fixação do *sub-período de visibilidade* apoia-se, geralmente, em factores de análise estratégica, ligados à atractividade sectorial e à posição concorrencial da empresa, tais como a quota de mercado (a liderança de mercado tende a conferir uma visibilidade mais longa), a intensidade do capital (maior efeito de experiência e maiores barreiras à entrada no sector de actividade da empresa justificam uma visibilidade maior), o risco de ruptura tecnológica, a qualidade dos recursos humanos e a situação financeira da empresa.

Baseados na sua própria experiência de avaliação de empresas, Alla e Houdouin (1989, p. 177) indicam que o *sub-período de visibilidade* tende a durar entre o segundo e o décimo ano do horizonte temporal das previsões.

Nem sempre o período de previsão explícita dos fluxos de rendimento<sup>7</sup>. se confunde

<sup>7</sup> A distinção apontada tem ligação com a definição dos *value drivers*.

com o período de vantagem competitiva da empresa<sup>8</sup>, Com efeito, Mauboussin e Johnson (1997, p. 10) chamaram a atenção para o facto de os avaliadores adoptarem na avaliação de empresas períodos de previsões explícitas que não reflectem o período de vantagem concorrencial.

O *período de vantagem competitiva*, que se determina com base em regras de bom senso, é o tempo durante o qual uma empresa espera gerar uma rentabilidade do investimento superior ao custo do capital e pode explicar-se com recurso às cinco forças identificadas por Michael Porter (1980), ou seja:

- ameaça do aparecimento de novas empresas concorrentes;
- possibilidade de aparecimento de produtos ou serviços substitutos;
- poder relativo dos fornecedores;
- poder relativo dos clientes;
- grau de concorrência no sector onde a empresa desenvolve a sua actividade.

De acordo com Rumelt (1991), a duração da vantagem competitiva depende mais do desempenho da empresa em relação aos concorrentes actuais do que de efeitos sectoriais, da estrutura accionista da empresa ou de efeitos cíclicos. Assim, considera que a análise do contexto interno é também importante para a fixação do período de vantagem concorrencial de uma empresa<sup>9</sup>.

Na prática, existem duas possibilidades na fixação do período de vantagem concorrencial: ou se atende, na linha de Rappaport (1986, p. 85), à duração do mercado (*market duration implied*), ou se estabelecem cenários, de acordo com a sugestão de Mills (1998, pp. 50-53).

A proposta de Rappaport segue os três passos seguintes:

- previsão de expectativas de mercado não enviesadas para seis das *value drivers*: taxa de crescimento das vendas, rentabilidade de exploração, taxa efectiva de tributação, necessidades de investimento em activo fixo, necessidades de investimento em fundo de maneio e custo do capital (exclui-se, claro, o período de vantagem concorrencial, que é o objectivo);
- construção de um modelo de avaliação com sete *value drivers*, incluindo um valor residual assumido como uma perpetuidade;
- determinação do período para o qual se efectuam previsões, isto é, o número de anos necessários para atingir o valor corrente de mercado das acções da empresa, ou seja, até que a rentabilidade do novo investimento deixe de situar-se acima do custo médio ponderado dos capitais da empresa.

Este modelo, embora útil e prático para o avaliador externo, põe problemas quando se trata de avaliar empresas cujas acções não estão admitidas à negociação em bolsa. Nessas circunstâncias, a formulação de cenários, tal como sugere Mills, é particularmente importante para compreender o valor numa perspectiva estratégica da empresa: a ligação entre os cenários e a estratégia permite identificar as variáveis com impacto no negócio a longo prazo e permite afinar o sentido dos gestores em discernir o curso futuro mais adequado e as consequências de respostas estratégicas.

Nota-se que os autores mais antigos omitem frequentemente a referência aos cálculos

<sup>8</sup> O conceito de *período de vantagem competitiva* (*competitive advantage period*) - para o qual também se aceita a expressão *período de vantagem concorrencial* - não é novo. Foi formalizado por Modigliani e Miller (1961) e referido por Rappaport (1986) e Stewart (1991, pp. 289-298). Mas existia já na literatura financeira sob a terminologia de *value growth duration*.

<sup>9</sup> Nomeadamente a desmontagem da cadeia de valor de Porter e a sua relação com os ciclos de vida dos negócios de Williams (1985).

do valor residual nas situações em que limitam o período de previsões a um determinado número de anos. Porém, quando o período de previsões explícitas é curto, o valor residual torna-se responsável por uma proporção grande do valor da empresa e, então, a escolha de um modelo de cálculo do valor residual torna-se um aspecto importante no processo de avaliação das empresas<sup>10</sup>.

O fluir incessante da realidade e o ritmo a que as mudanças se dão tornam as previsões mais difíceis, apesar do avanço conseguido nos instrumentos e técnicas de previsão. Compreende-se assim que os autores mais recentes tenham, em geral, fixado para o período de previsão dos fluxos de rendimento prazos mais curtos do que outrora.

#### 4. ELEMENTOS SOBRE A AVALIAÇÃO DE EMPRESAS EM PORTUGAL

A fim de conhecer as práticas de avaliação de empresas em Portugal, Ferreira e Sarmiento (2003, pp. 10-11) realizaram um estudo baseado num inquérito dirigido a um painel constituído por 20 auditores, escolhidos entre os revisores oficiais de contas de sociedades portuguesas, entidades que são habitualmente chamadas a participar em processos de avaliação de empresas, em casos tipificados no Código das Sociedades Comerciais.

O questionário - lançado entre Dezembro de 2002 e Fevereiro de 2003 - cobriu diversos tópicos relacionados com o processo de avaliação de empresas. Entre outros, os auditores foram questionados sobre os fundamentos das suas escolhas no que respeita ao período de previsão explícita dos fluxos de rendimento esperados e ao cálculo do valor residual.

Da análise das respostas dos auditores, conclui-se que o período de duração das previsões explícitas dos fluxos de rendimento esperados difere: uma minoria, de 25%, utiliza a perpetuidade considerando um fluxo de rendimento constante, enquanto 75% fixa um período limitado para as previsões dos fluxos de rendimento esperado. Destes maioria, 70%, limitam o período de previsão explícita dos fluxos de rendimento a 5 anos e apenas 5% dos auditores optam por apresentar as previsões dos fluxos e rendimento para 10 anos. Logo, cinco anos é o período de previsão dos fluxos de rendimento esperado que os auditores escolhem com mais frequência nas suas avaliações. Por trás desta prática pode estar o facto de existir em Portugal legislação sobre avaliação de empresas a recomendar a adopção do período de cinco anos, nomeadamente em casos de avaliação de participações sociais em empresas públicas (Despacho Normativo n.º 1169/86/X, de 9 de Setembro de 1986, do Ministro das Finanças).

Dos 75% de auditores que limitaram o período de previsão explícita dos fluxos de rendimento esperado a um dado número de anos, quando inquiridos sobre o valor residual, 67% responderam ter considerado o valor residual nas avaliações de empresas em que tinham participado, enquanto 33% (25% do total de auditores no painel) afirmaram não ter incluído esse valor nos seus cálculos.

Apenas 20% dos auditores no painel indicaram ter calculado o valor residual a partir de modelos patrimoniais mas não ficou claro nas suas respostas quais os pressupostos que adoptaram para calcular esse valor; os restantes 5% de auditores que calcularam o valor residual nada referem acerca dos procedimentos adoptados.

Nenhum dos auditores que não estimaram o valor residual ajustou a taxa de actualização ou os fluxos de rendimento, processos possíveis para ter em conta o risco na avaliação. Logo, pode concluir-se que estes auditores são conservadores na avaliação, ao estarem a utilizar modelos mais antiquados de avaliação de empresas, no que concerne à consideração do risco na avaliação. No subgrupo de auditores que não calculou o valor residual estão incluídos auditores que não avaliaram empresas nos últimos dois anos e nenhum dos audi-

<sup>10</sup> Mills (1997, p. 40) e Damodaran (2002, p. 303) preferem a expressão *terminal value* enquanto Copeland *et al.* (2000, p. 229) escolhem os termos *continuing value* em vez de *valor residual*. Entre nós, Rogério Ferreira (1973, p. 41) indica, simplesmente, *tempo de duração dos rendimentos*.

tores neste subgrupo tem experiência profissional internacional nem obtiveram formação continuada fora de Portugal.

## 5. CONCLUSÃO

Na fórmula mais simples dos modelos de avaliação a partir da actualização de fluxos de rendimento esperado, o valor de uma empresa para os seus sócios vem dado por

$$V=F/r,$$

expressão que considera a hipótese de um período de previsões ilimitado e um fluxo de rendimento periódico constante. Um outro modelo, que também toma o pressuposto de um período ilimitado de previsões, considera que o fluxo de rendimento cresce de período para período a uma taxa constante  $g$ . Neste modelo, o valor da empresa vem dado pela expressão

$$V=F/(r-g) \quad \exists r>g.$$

Outros modelos estabelecem previsões dos fluxos de rendimento periódico durante um período limitado e necessitam de acrescentar um valor residual, que representa o valor da empresa para além daquele período de previsões. Nota-se, porém, que autores mais antigos omitem frequentemente a referência aos cálculos do valor residual nas situações em que limitam o período de previsões a um determinado número de anos.

O fluir incessante da realidade e o ritmo a que as mudanças se dão tornam as previsões mais difíceis, apesar do avanço conseguido nos instrumentos e técnicas de previsão. Compreende-se assim que os autores mais recentes sugiram, em geral, que se fixem para o período de previsão dos fluxos de rendimento períodos mais curtos do que outrora.

Se, por um lado, prever a prazos longos se afigura mais difícil; por outro, os fluxos de rendimento de períodos muito afastados do momento da avaliação, quando actualizados, tomam valores reduzidos que podem, para efeitos de apuramento do valor de rendimento, ser desprezados. O que se afirma torna-se mais aceitável se a taxa escolhida para actualizar os fluxos de rendimento periódico médio for elevada.

Um estudo baseado num inquérito dirigido a um painel de auditores escolhidos entre os revisores oficiais de contas de sociedades portuguesas, que são entidades habitualmente chamadas a participar em processos de avaliação de empresas, contribuiu para conhecer alguns factos sobre a prática da avaliação de empresas em Portugal, nomeadamente no tocante às escolhas dos auditores sobre o período de previsões explícitas dos fluxos de rendimento e o cálculo do valor residual. Conclui-se que os auditores portugueses, em geral, têm manifestado preferência por variantes conservadoras dos modelos de avaliação com base na actualização de fluxos de rendimento esperado.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALLA, J. e Houdouin, J. (1989). *Stratégie et Valeur de l'Entreprise - un Modèle d'Évaluation Intégrale*. Paris, Economica.
- CONDE, A. (1963). 'Contribuição para a Determinação do Valor Real duma Empresa Comercial'. *Revista de Economia*. Vol. 15, fasc. III, Lisboa.
- COPELAND, Thomas; Koller, T. e Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 3<sup>rd</sup> Ed., New York, John Wiley and Sons
- DAMODARAN, A. (2002). *Investment Valuation*. 2<sup>nd</sup> Ed., New York: John Wiley & Sons.
- Despacho Normativo n.º 1169/86/X, de 9 de Setembro de 1986, do Ministro das Finanças.
- DRUCKER, P.(1975). *La Gerencia*. Buenos Aires, El Ateneo.



- FERREIRA, L.(1987). *Avaliação de Empresas*. Dissertação de Mestrado. Instituto Superior de Economia e Gestão, Universidade Técnica de Lisboa.
- FERREIRA, L. e Sarmiento, M. (2003). 'Innovation Trends in Business Valuation: The Case of Portuguese Official Auditors'. *XX IASP World Conference on Science and Technology Parks*. Junho, Lisboa.
- FERREIRA, R. (1973). *Balanços (Gestão Financeira)*. Vol. II, 3ª ed., Lisboa, Livraria Petrony.
- MAUBOUSSIN, M. e Johnson, P. (1997). 'Competitive Advantage Period 'CAP': the Neglected Value Driver'. *Frontiers of Finance*. Boston, Credit Suisse First, 14th January, p. 10.
- MERRET E SYKES (1963). *The Finance and Analysis of Capital Projects*. Londres: Longmans Green and Cª.
- MILLER, J. (1990). *The Valuation of Business Interests - Different Perspectives*. Butterworths - Professional Publishers (Pty), Ltd.
- MILLER, M. e Modigliani, F. (1961). 'Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares'. *Journal of Business*.34, October, pp. 411-433.
- MILLS, R. (1998). *The Dynamics of Shareholder Value - The Principles and Practice of Strategic Value Analysis*. Lachlade, Mars Business Associates Ltd., pp. 99-124.
- MAUBOUSSIN, M. e Johnson, P. (1997). 'Competitive Advantage Period 'CAP': the Neglected Value Driver'. *Frontiers of Finance*. Boston, Credit Suisse First, 14th January, p. 10.
- NEVES, J. (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios*. Lisboa, McGraw-Hill de Portugal.
- PORTER, M. (1980). *Competitive Strategy: Techniques for Analysing Industries and Competitors*. New York, Free Press.
- RAPPAPORT, A. (1986). *Creating Shareholder Value*. Nova Iorque: The Free Press.
- RUMELT, R. (1991). 'How Much Does Industry Matter?'. *Strategic Management Journal*. N.º 3, March, pp. 167-186.
- STEWART, G. (1991). *The Quest for Value*. Nova Iorque: Harper Business.
- VIEL, J.; O. Bredt e M. Renard (1971). *L'Évaluation des Entreprises et des Parts d'Entreprises*. 3ª ed., Paris, Dunod.
- WILLIAMS, J. (1985). 'A New Way to Understand Business Competition'. Documento de trabalho, Graduate School of Industrial Administration, Carnegie-Mellon University.
- WILLIAMS, J. (1938). *The Theory of Investment Value*. Cambridge, Harvard Free Press. [consultou-se a reimpressão de 1964, editada pela North-Holland Publishing Company].